

目录

第一部分 前言概要.....	2
第二部分 供应与库存	3
一、天然橡胶产量及出口量	3
二、天然橡胶库存	4
三、其他供应端数据的更新	5
四、合成橡胶供应不低，库存偏高.....	6
五、国际油价仍未充分计价风险.....	7
第三部分 消费与宏观	8
六、挖掘机产销出口	8
第四部分 小结	9

商品面临下跌风险 橡胶具备多配基础

第一部分 前言概要

天然橡胶供应收紧

全球天然橡胶供应周期已至，2026 年产量增速（+0.6%）预计将低于消费增速。ANRPC 出口量连续 7 个月边际减少，进一步印证供应紧缩。国内方面，RU 期货库存虽近期累库，但同比仍在去化，且绝对值处于历史低位；青岛保税区库存虽环比累库，但同比增幅持续收窄。此外，泰国原料价格走强、进口量减少及干旱天气等因素，均对天然橡胶价格构成利多支撑。

合成橡胶供应不定，事件驱动

合成橡胶（顺丁）方面，虽然产量和进口量边际减少，但其库存相对天然橡胶仍在累积，且表观消费量增量有限。综合来看，其基本面并不完全支持当前相对于天然橡胶的强势表现，其中包含了对未来供应（因中东战争）进一步减量的预期。

基本面与宏观的分化

成本端，受地缘冲突影响，国际油价及原油运费指数均创多年新高，但运费的飙升对宏观消费构成利空。需求端，作为经济“晴雨表”的挖掘机内销大幅下滑，利空国内商品需求；但出口量持续增长，对化工板块形成一定提振。

小结

我们从天然橡胶的供应（ANRPC 出口）、合成橡胶的驱动（原油及原油运费）、橡胶的消费（挖掘机产销出口）都得出一致的结果——商品面临下跌风险，橡胶具备相对走强基础——这一结论可以通过胶铜比（RU2605/CU2605）得到验证。胶铜比并未受到中东战争的宏观影响，从 1 月至今，橡胶持续相对走强。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428 号

研究员：潘盛杰

电话：166-2162-2706

邮箱：

panshengjie_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F3035353

投资咨询资格证号：Z0014607

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。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



银河期货

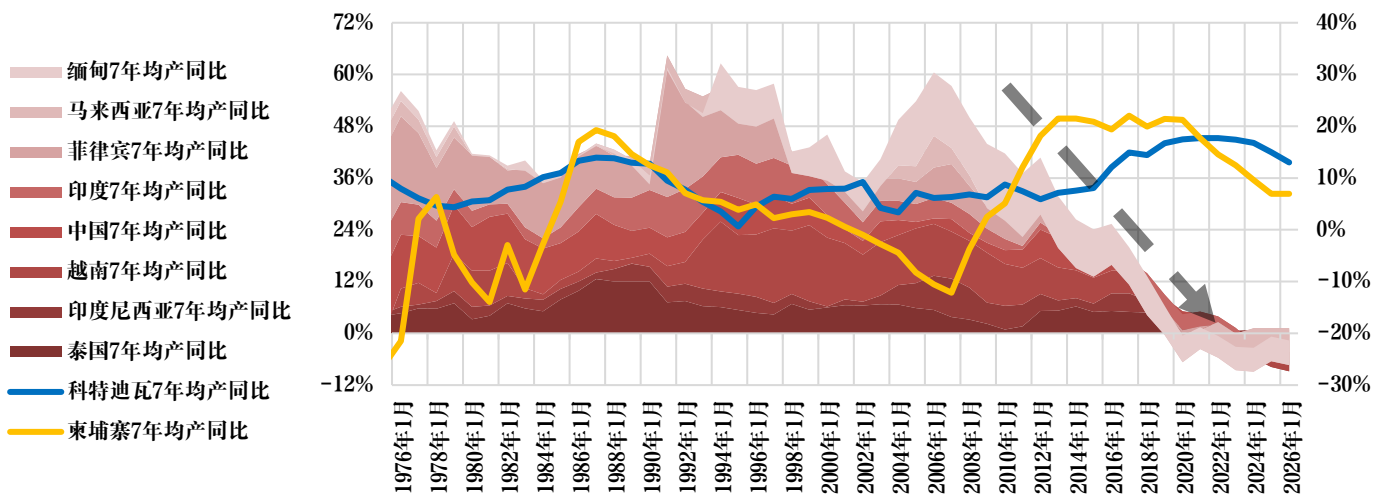
第二部分 供应与库存

一、天然橡胶产量及出口量

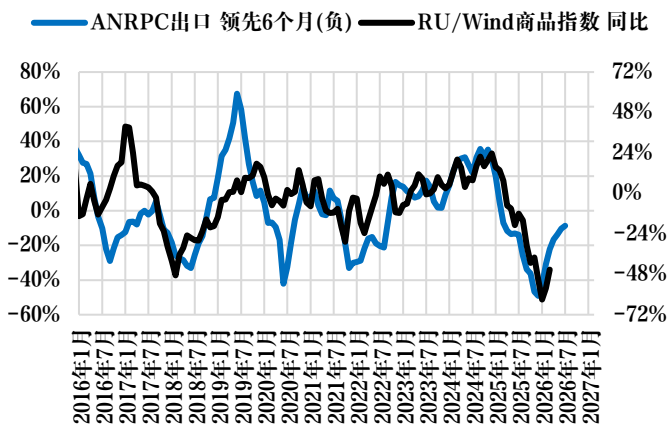
沿用年报观点：

- 天然橡胶的供应周期已至：从累计产量的角度，除了科特迪瓦和柬埔寨，前十大产胶国的 7 年累计/平均产量的同比增速先后于 2019 年至 2024 年由正转负。这一结论去年就已给出，并非新的驱动因素。
- 2026 年，全球天然橡胶产量预计仅增产+0.6%，这一幅度很可能首次低于消费的增速。**

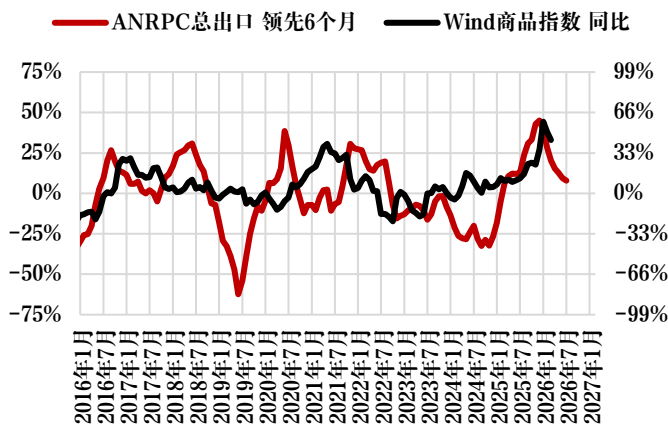
图表 1：全球前十大产胶国累计产量变动



图表 2：ANRPC 总出口量对 RU 的影响



图表 3：ANRPC 总出口量对商品整体的影响



资料来源：联合国粮农组织 · ANRPC · 银河期货

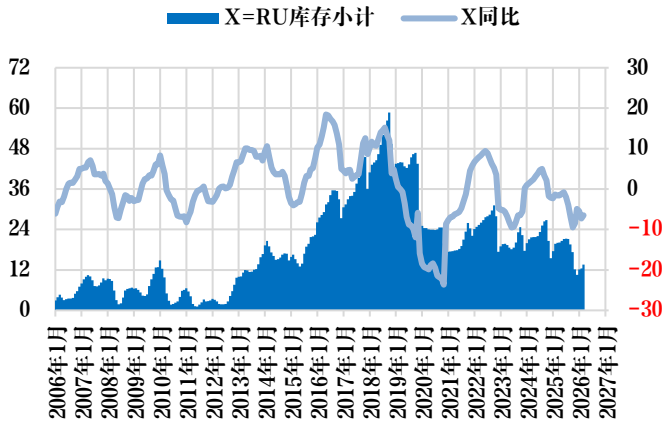
2026 年 1 月，ANRPC 成员国天然橡胶总出口量减少至 79.1 万吨，同比减少-1.4%。连续 7 个月边际减量。在上一期的月报中表述了产量的影响，那么在这一期中主要阐述天然橡胶国际贸易量对品种和整体商品的影响。

一方面，天然橡胶出口量持续减少代表着供应紧缩，这相对利多 RU。但另一方面，全球范围内的出口量减少，也代表着宏观需求的下降，这将利空商品，从而降低 RU 的价格基数。两者并不矛盾，抵消了部分单边上涨动力。

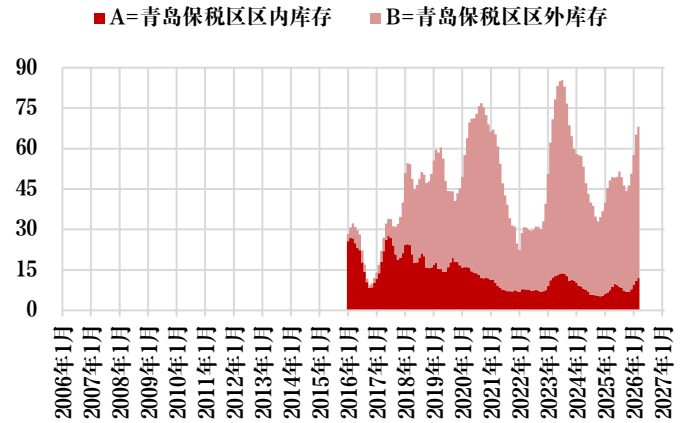
二、天然橡胶库存

- 2025 年 11 月，RU 合约经过了集中注销，库存小计跌破 10 万吨，创 154 个月以来的新低。时隔十二年，这可能是打开橡胶重新走强大门的钥匙。3 月至今，RU 库存小计报收 13.58 万吨，同比去库-6.49 万吨。通常，同比去库应对应同比上涨，但当前 RU 的相对估值大幅弱于去年同期。
- 3 月，青岛保税区区内库存报收 12.10 万吨，区外库存报收 56.02 万吨，合计 68.12 万吨。环比连续 5 个月累库，但同比涨幅连续 6 个月收窄。边际去库的趋势未改，依然利多泰标（深色胶）。

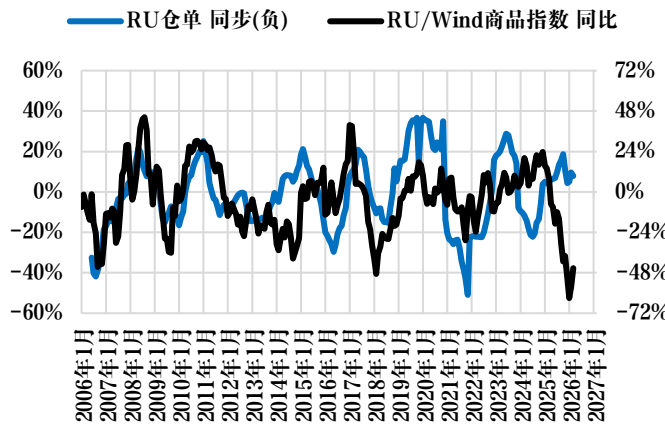
图表 4: RU 库存小计 (万吨)



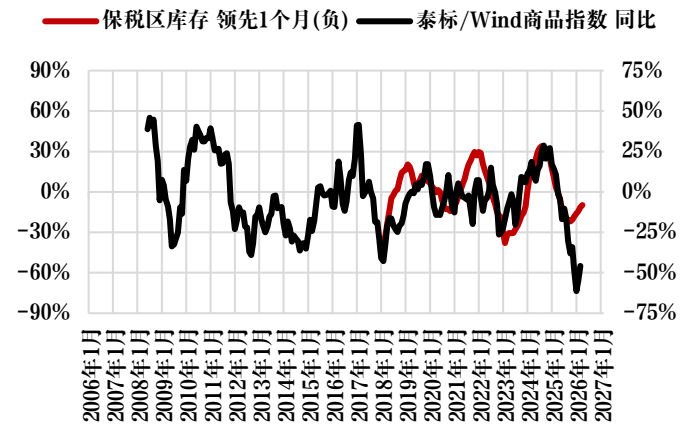
图表 5: 青岛保税区库存 (万吨)



图表 6: RU 仓单对 RU 的影响



图表 7: 保税区库存对泰标的影响



资料来源: 上海期货交易所·钢联隆众·银河期货

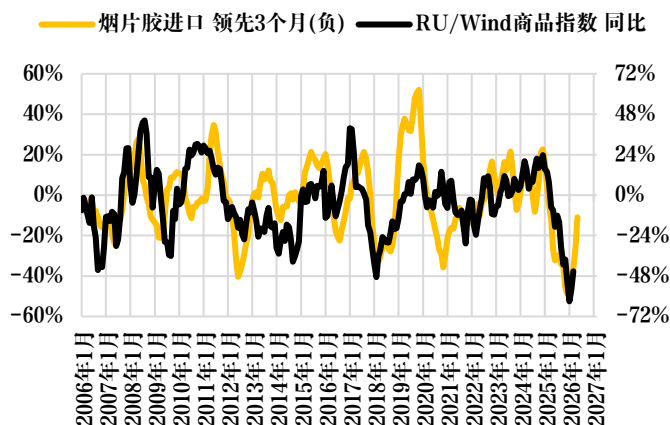
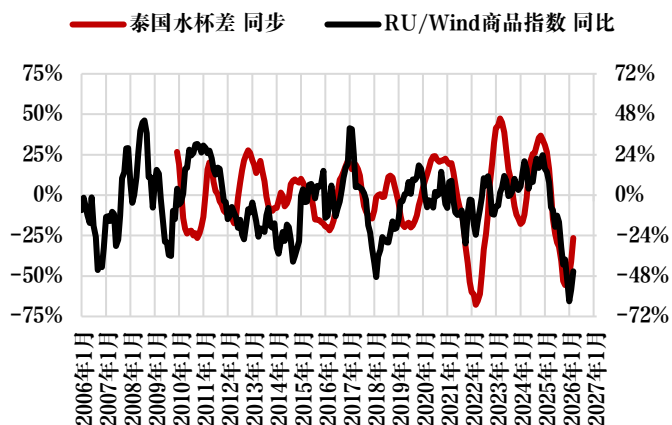
无论是 RU 仓单对于 RU（浅色胶），还是保税区库存对于泰标（深色胶），橡胶估值都明显偏低。进一步讲：对于浅色胶库存，上涨的拐点早在 2024 年 8 月就已出现；对于深色胶库存，上涨的拐点也于 2025 年 11 月出现，且并不随环比累库而改变趋势。

三、其他供应端数据的更新

1. 图表 8: 2026 年 3 月, 泰国乳胶(胶水)报收 72.46 泰铢/公斤, 泰国杯胶报收 59.65 泰铢/公斤, 水杯价差报收+12.53 泰铢/公斤, 连续 4 个月边际走强。【**上涨拐点 2025 年 12 月**】
2. 图表 9: 2026 年 2 月, 国内烟片胶进口量连续 2 个月减少至 2.72 万吨, 同比减少-3.6%, 连续 5 个月边际减量。【**上涨拐点 2026 年 1 月**】
3. 图表 10: 2026 年 1 月, 厄尔尼诺指数(EN)报收-0.39°C, 同比升温+0.06°C, 为 2024 年 5 月以来首次同比升温。2026 年 2 月, 南方涛动指数(SO)报收+11.0 点, 同比上涨+3.3 点。ENSO 指数边际走强, 利空泰标。【**上涨拐点预计在 2026 年 6 月出现**】
4. 图表 11: 2026 年 3 月, 泰国天然橡胶产量加权降雨量报收 0.76mm/日, 近 12 个月平均降雨量同比减少-0.32mm/日, 验证了干旱天气, 这不利于泰标产出。【**上涨拐点 2026 年 2 月**】

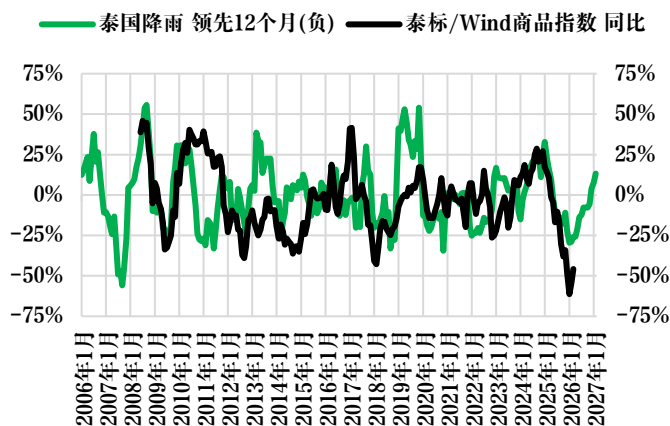
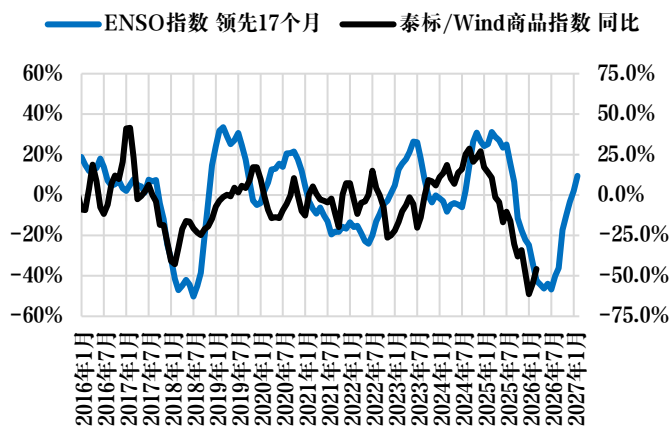
图表 8: 泰国胶水对RU的影响

图表 9: 烟片进口量对RU的影响



图表 10: 厄尔尼诺指数对泰标的长期影响

图表 11: 泰国历史降雨量对泰标的长期影响



资料来源: Qinrex 资讯·海关总署·美国国家海洋和大气管理局·泰国气象局·银河期货

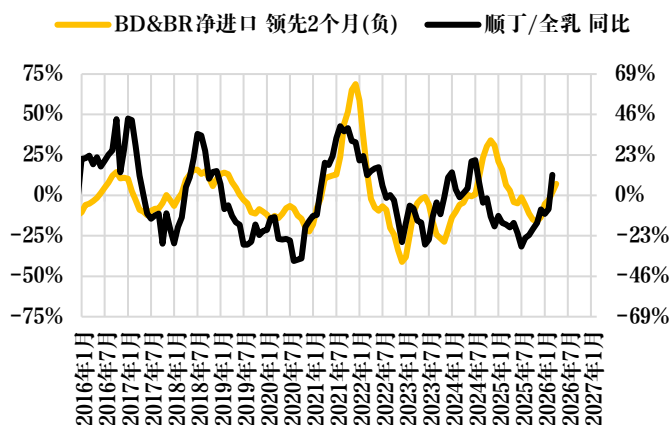
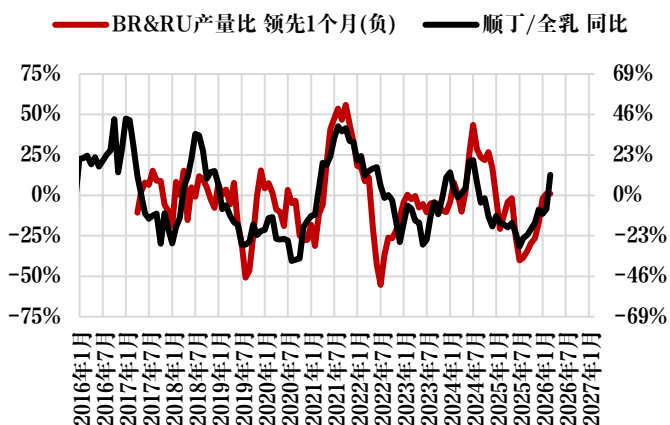
供应端除了厄尔尼诺的拐点仍未出现, 其余主要跟进指标延续利多的一致性较强, 支持天然橡胶相对于商品走强。

四、合成橡胶供应不低，库存偏高

- 2026 年 2 月，国内丁二烯产量报收 47.9 万吨，顺丁橡胶产量报收 14.0 万吨，合计 28.4 万吨（丁二烯折 30%），同比增产+17.9%；2026 年 1 月，ANRPC 成员国天然橡胶总产量连续 3 个月减产至 105.6 万吨；两者之比报收 0.269，同比上涨+9.9%。合成橡胶产量连续 8 个月相对减产，利多顺丁橡胶。
- 2026 年 2 月，国内丁二烯净进口量报收+2.81 万吨，顺丁橡胶净进口量报收-0.08 万吨，合计+0.76 万吨（丁二烯折 30%），同比减少-1.42 万吨。合成橡胶进口连续 5 个月边际减量，利多顺丁橡胶。
- 2026 年 3 月至今，国内丁二烯库存报收 5.43 万吨，国内顺丁橡胶厂内及贸易商库存合计 4.30 万吨，合计 5.93 万吨（丁二烯折 30%）；RU 合约库存小计连续 3 个月累库至 13.58 万吨；两者之比报收 0.437，同比累库+53.6%（+62.1% → +54.1% → +53.6%）。合成橡胶库存相对累库，利空顺丁橡胶。
- 2026 年 3 月，国内丁二烯表观消费量连续 3 个月减少至 50.69 万吨，国内顺丁橡胶表观消费量减少至 13.96 万吨，合计 29.17 万吨（丁二烯折 30%），同比增量+11.7%。合成橡胶表观消费量（供应）小幅增量，利空顺丁橡胶。

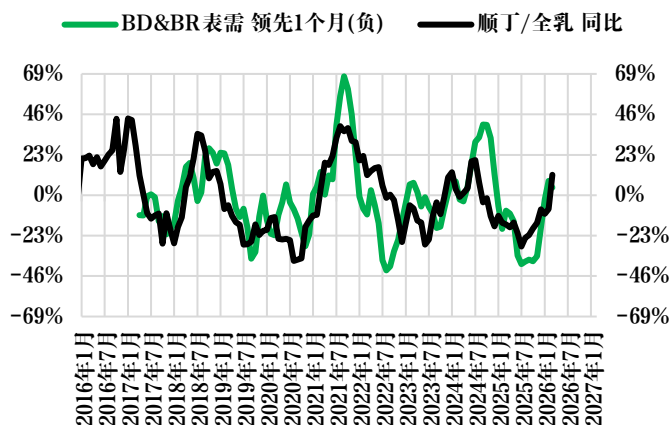
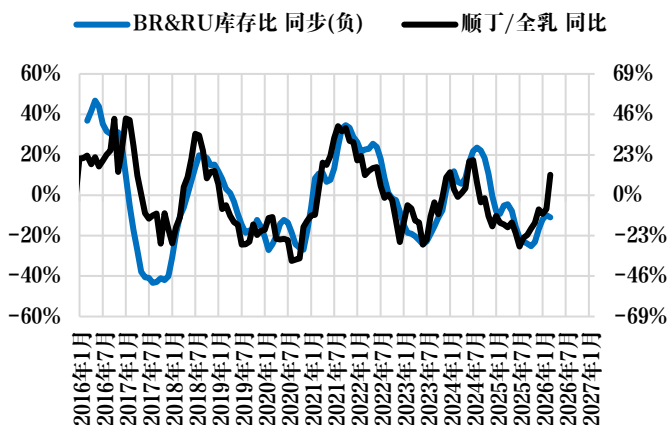
图表 12: BD、BR、天然橡胶产量对价差的影响

图表 13: BD、BR 净进口量对价差的影响



图表 14: BD、BR、RU 库存小计对价差的影响

图表 15: BD、BR 表观消费量对价差的影响



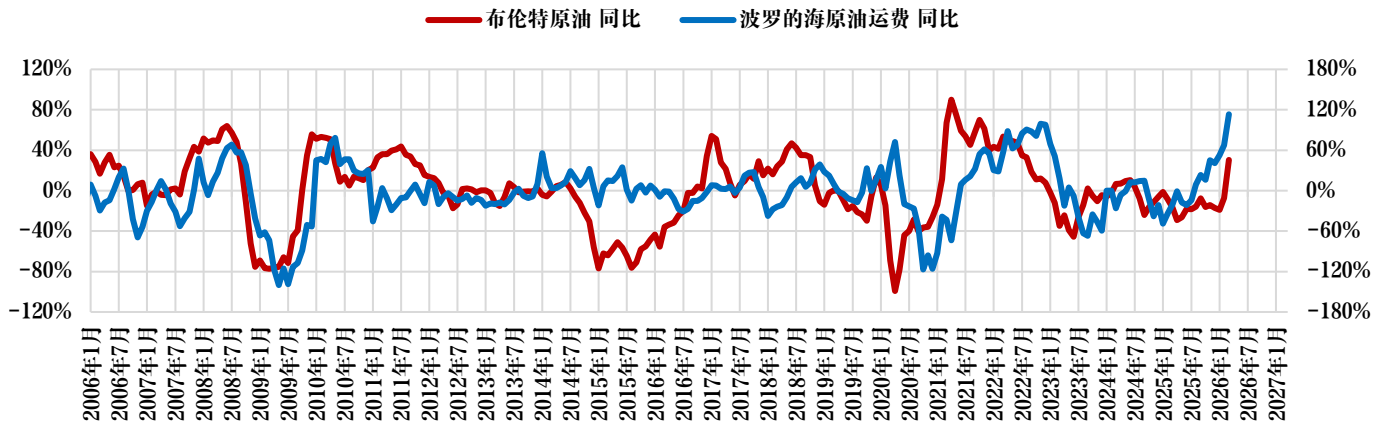
资料来源：钢联隆众·ANRPC·上海期货交易所·银河期货

从合成橡胶的基本面观察，确实并不完全支撑顺丁橡胶如此强于天然橡胶，其中包含着对供应进一步减量的预期。

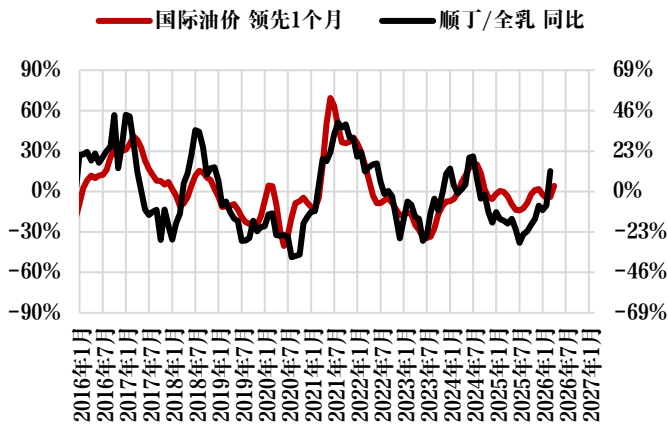
五、国际油价仍未充分计价风险

1. 2026 年 3 月至今，布伦特原油均价连续 3 个月上涨至 96.96 美元/桶，同比上涨+30.4%，价格和涨幅均创 43 个月以来新高。2026 年 3 月至今，波罗的海原油运费指数（BDTI）连续 3 个月上涨至 2983 点，仅次于 2004 年 11 月，指数创历史次新高，同比上涨+113.3%，涨幅创历史新高。所以，本次战争对原油及原油运输业的影响足以载入史册。
2. 波罗的海原油运费指数（BDTI）的波动约为原油价格的 1.3-1.5 倍。同比上涨+30.4%的国际油价，相对于同比上涨+113.3%的原油运价，还有明显的上涨空间。可以说原油仍未充分兑现风险溢价，依然存在上涨空间。

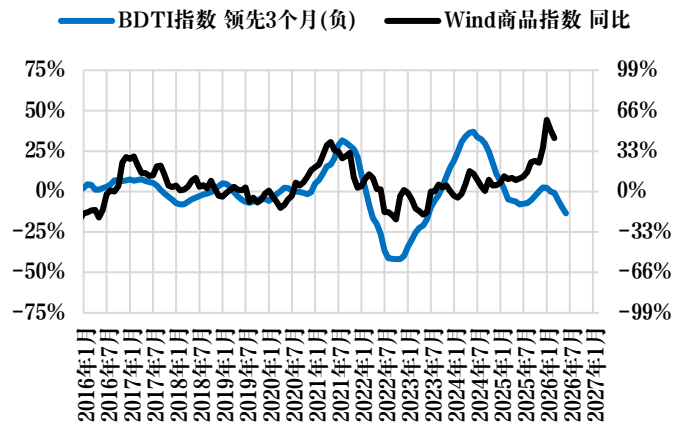
图表 16: BD、BR、天然橡胶产量对价差的影响



图表 17: BD&BR 产量对顺丁的影响



图表 18: BR 库存对顺丁的影响



资料来源：钢联隆众·上海期货交易所·银河期货

另一方面，原油运费的上涨往往不利于商品。创新高的原油运费对宏观消费的利空，能够从股市、贵金属、有色金属的回落中窥见一斑。

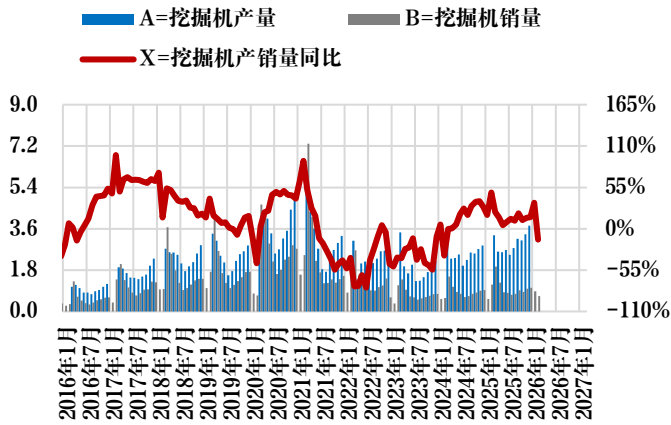
第三部分 消费与宏观

六、挖掘机产销出口

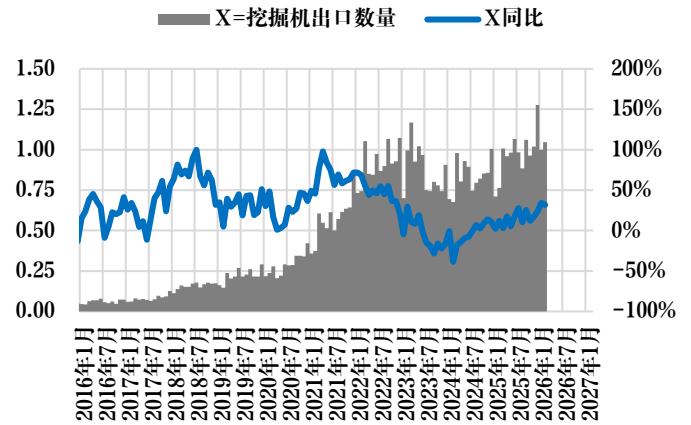
挖掘机产销是宏观经济的“晴雨表”，直接反映基建投资与固定资产投资热度。其销量变化不仅预示橡胶下游需求（如轮胎、密封件）的波动，更是研判宏观经济周期、制定产业与投资策略的关键先行指标。

1. 图表 19+图表 21：2025 年 12 月，国内挖掘机产量报收 3.73 万台，同比增产+26.0%；2026 年 2 月，国内挖掘机销量（工程方向）报收 0.68 万台，同比减少-54.4%；两者错位均值报收同比下滑-14.2%。边际减量，利空商品。
2. 图表 20+图表 22：2026 年 2 月，国内挖掘机出口数量增长至 1.05 万台，同比增长+31.7%。连续 2 个月边际增量，利多化工（含橡胶）。

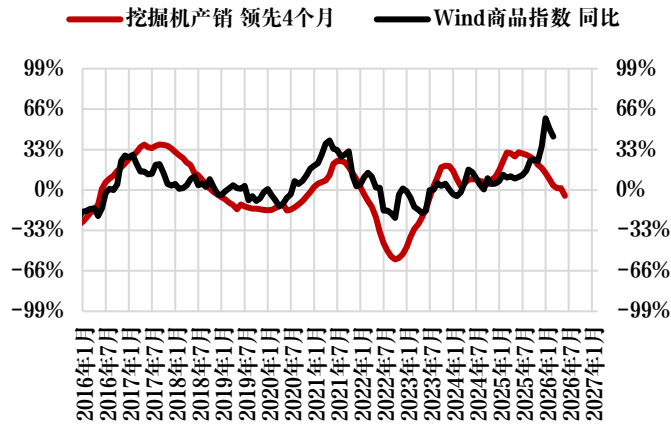
图表 19：国内挖掘机产量、销量（万台）



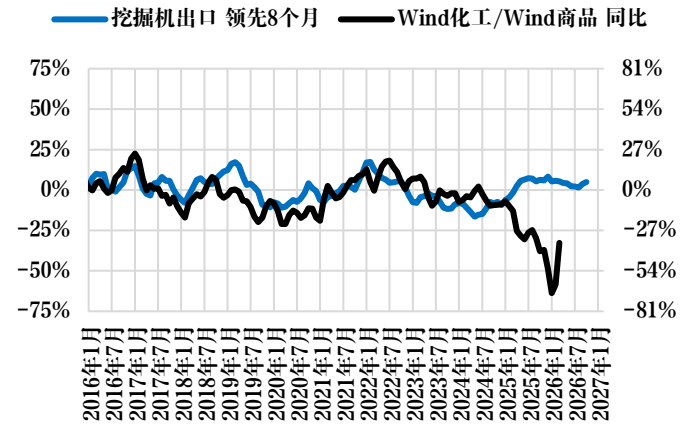
图表 20：国内挖掘机出口数量（万台）



图表 21：挖掘机产销对商品的影响



图表 22：挖掘机出口量对化工板块的影响



资料来源：国家统计局·海关总署·银河期货

第四部分 小结

我们从天然橡胶的供应（ANRPC 出口）、合成橡胶的驱动（原油及原油运费）、橡胶的消费（挖掘机产销出口）都得出一致的结果——商品面临下跌风险，橡胶具备相对走强基础——这一结论可以通过胶铜比（RU2605/CU2605）得到验证。胶铜比并未受到中东战争的宏观影响，从 1 月至今，橡胶持续相对走强。

图表 23：RU2605/CU2605（2026年1月20日至2026年3月27日）



资料来源：同花顺·银河期货

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。

联系方式

银河期货有限公司 / 研究所

北京：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

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799

图表 1：全球前十大产胶国累计产量变动	3
图表 2：ANRPC 总出口量对 RU 的影响 图表 3：ANRPC 总出口量对商品整体的影响	3
图表 4：RU 库存小计（万吨） 图表 5：青岛保税区库存（万吨）	4
图表 6：RU 仓单对 RU 的影响 图表 7：保税区库存对泰标的影响	4
图表 8：泰国胶水对 RU 的影响 图表 9：烟片进口量对 RU 的影响	5
图表 10：厄尔尼诺指数对泰标的长期影响 图表 11：泰国历史降雨量对泰标的长期影响	5
图表 12：BD、BR、天然橡胶产量对价差的影响 图表 13：BD、BR 净进口量对价差的影响	6
图表 14：BD、BR、RU 库存小计对价差的影响 图表 15：BD、BR 表观消费量对价差的影响	6
图表 16：BD、BR、天然橡胶产量对价差的影响	7
图表 17：BD&BR 产量对顺丁的影响 图表 18：BR 库存对顺丁的影响	7
图表 19：国内挖掘机产量、销量（万台） 图表 20：国内挖掘机出口数量（万台）	8
图表 21：挖掘机产销量对商品的影响 图表 22：挖掘机出口量对化工板块的影响	8
图表 23：RU2605/CU2605（2026 年 1 月 20 日至 2026 年 3 月 27 日）	9