

新湖天胶策略—仓单问题持续发酵，RU5-9 正套和 RU-NR 多单可逢低介入

一、 主要逻辑及交易策略

主要逻辑：

- 1) 2022 年全乳胶产量低，2023 年全乳胶仓单问题将持续发酵
- 2) 国内疫情防控放松后，橡胶需求将有所提升
- 3) 海外经济衰退可能性高，需求将不及国内

交易策略：RU5-9 正套以及 RU-NR 多单

策略周期：长期策略

风险点：国内需求复苏严重不及预期

近期 RU2301 的合约的持仓以及 RU1-5 价差获得了市场的关注。从持仓看，RU2301 合约持仓远高于往年同期。目前 2301 合约持仓大约 16500 手，2020-2022 年同期持仓分别只有 4451 手、2036 手和 3544 手。2018 年和 2019 年同期持仓也较高，分别为 22142 手和 12796 手，但当年仓单数量较多，分别为 32 万吨和 40 万吨；而今年只有 17 万吨。RU1-5 价差近期亦大幅拉涨，最高触及 540 元/吨。这其中的原因就是 2022 年国内全乳胶产量下降，仓单数量偏少。

图 1：RU01 合约持仓

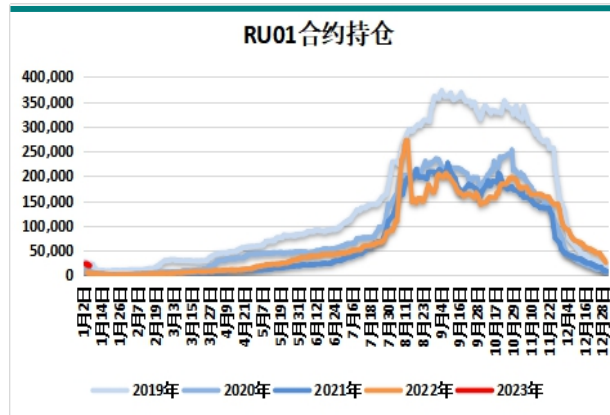
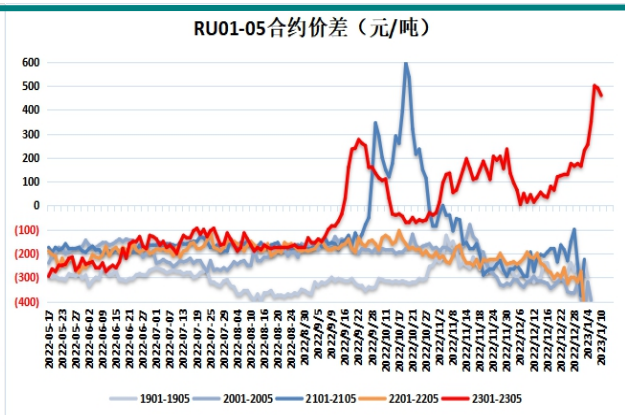


图 2：RU1-5 合约价差



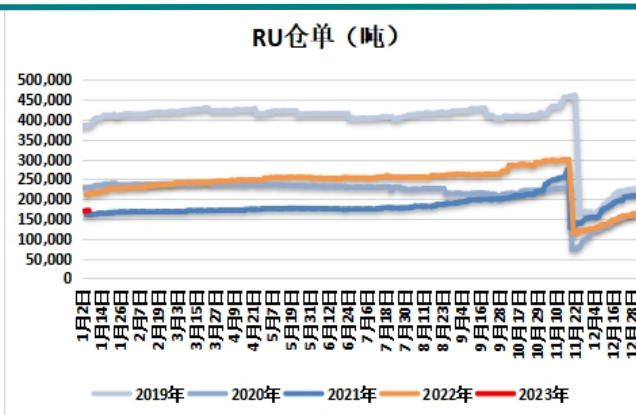
资料来源：同花顺、新湖期货研究所

二、 市场分析

1. 全乳胶产量下降，仓单问题持续发酵

RU 期货的交割标的是国产全乳胶以及进口 3 号烟片胶。烟片胶由于品质优良，常年高升水全乳胶，以及仓单数量较少，RU 仓单大部分为全乳胶。全乳胶由于产量少、品质不稳定以及使用麻烦等问题不受下游轮胎企业的喜爱。橡胶工厂生产全乳胶一直以赚取交割利润以及参与期现套利为目的。但是随着近几年，RU 期货升水的不断收窄，全乳胶交割利润大幅压缩，期现套利难度也显著增加，因此全乳胶产量连年下滑。再加上，2022 年开割初期，浓缩乳胶生产利润优越，分流了相当一部分的全乳胶的生产原料。因此 2022 年全乳胶产量仅有 17 万吨左右。

图 3：RU 仓单

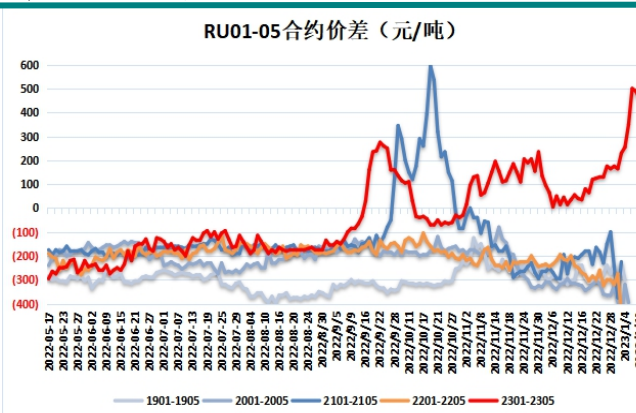


资料来源：同花顺、新湖期货研究所

由于RU2301、2305和2309的交割标的都是2022年产的全乳胶，因此全乳胶产量已经不可能再增加。2301合约从目前的持仓量看，最终交割量可能不低，多头接了仓单之后可以有以下几种操作，但无论是哪种，仓单问题在2305和2309合约上都会反复发生，甚至越演越烈。

操作一：将仓单重新抛到2305合约上，这是传统操作方法，但这种方法在今年是否会继续存在较大疑问。因为从2022年9月开始，01合约就一直升水05合约。退一步讲，即使01合约接的仓单再度抛到05合约上，01合约上的故事大概率也会重复。

图 4：RU01-05 合约价差



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

操作二：需求好转之后，仓单在现货市场上消化掉。这种情况下05和09合约的仓单数量将更低，矛盾将更加尖锐。

操作三：多头将仓单拿在手上，作为下一个合约逼迫空头的筹码，多头掌握绝对主动权。

操作四：需求恢复，价格上涨后，多头再将仓单重新抛到期货上，多头仍然掌握主动权。

2.疫情防控放松后，国内天胶需求将有所复苏

当下，全国正经受第一轮疫情的冲击，下游工厂减员严重，天胶需求并不理想。但之后，国内天胶需求将有所复苏。尽管从终端需求看，我们对 2023 年天胶需求复苏的强度并不非常乐观，但一方面需求的复苏在一定程度上确实会发生；另一方面，从海外经验看，我们认为轮胎生产或是天胶产业链上最早复苏的环节，利多天胶原料，之后才会验证终端需求的恢复情况，这利多近月 05 合约。

2. 经济衰退概率大，海外需求将弱于国内

美欧货币紧缩导致经济存在滞后性下行压力，2023 年美欧经济衰退概率大。事实上，美欧的制造业 PMI 已经进入下行通道。欧元区 PMI 自 2022 年 7 月开始就降至荣枯线以下，美国 PMI12 月也跌至 48.4。

图 5：美国制造业 PMI

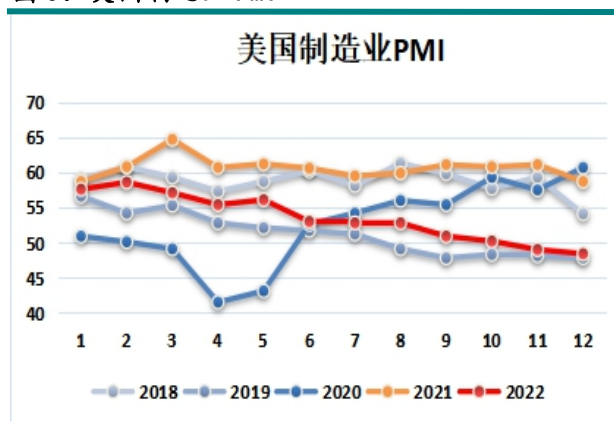
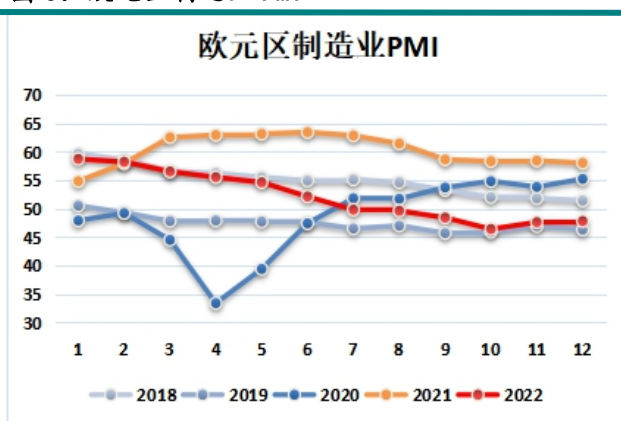


图 6：欧元区制造业 PMI



资料来源：同花顺、新潮研究所

上期所天然橡胶的两个期货合约中 RU 期货标的全乳胶是中国特有的天胶品种，因此更能反映国内供需状况；而 NR 期货标的 20 号胶是进口品种，更能反映海外供需状况。2023 年，国内天胶需求有所修复，但海外需求将走弱；再加上全乳胶的仓单炒作，RU 期货将强于 NR 期货。

撰写人：施潇涵：

电话：13757160245

从业资格号：F3047765

投资咨询号：Z0013647

审核人：李强

免责声明：本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他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新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者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新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖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更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖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投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议

