

天然橡胶 RU  
20 号胶 NR  
合成橡胶 BR

橡胶价差异常，套利窗口打开

——国投期货橡胶策略报告

2024 年 12 月 30 日

# 目录

1. 天胶成本走弱，合成胶成本走强.....	2
2. 天胶现货累库，合成胶现货去库.....	4
3. 宏观驱动减弱，需求驱动将回归.....	5
4. 跨品种价差异常，套利窗口打开.....	6

## 胡华钊 高级分析师

从业资格证号：F0285606

投资咨询号：Z0003096

### 近期相关报告：

《国投期货 2025 年橡胶年度策略——  
胶入牛梦了无痕》20241220

《起大早赶晚集，机遇挑战并存——国  
投期货印度汽车深度报告》20241211

《橡胶走势分化，价差或将回归——国  
投期货橡胶策略报告》20241114

今年 12 月份以来，国内橡胶品种走势继续明显分化，天然橡胶 RU、20 号胶 NR 与丁二烯橡胶 BR 期货价格之间走势强弱差异来回切换，前期 RU&NR 期货市场表现弱而 BR 表现偏强，导致橡胶品种间价差高位回落，而近期走势完全相反，即 RU&NR 期货价格表现强而 BR 表现偏弱，导致品种间价差重新回升。换言之，目前橡胶类品种缺乏强驱动，投资者预期也随之分化。接下来的问题是，未来橡胶类品种期货市场如何演变，以及强弱差异怎么变化？个人倾向于，随着美联储继续降息落地，中国政策宽松政策落地，宏观驱动预期将逐渐减弱，需求驱动现实将逐渐增强，成本驱动也将逐渐显现，虽然橡胶品种间异常价差略有修复，但是整体价差水平依然处于极端异常波动的区间，预计未来品种间价差总体上将逐渐回归到合理水平。

图 1：中国橡胶（RU&NR&BR）期货价格走势



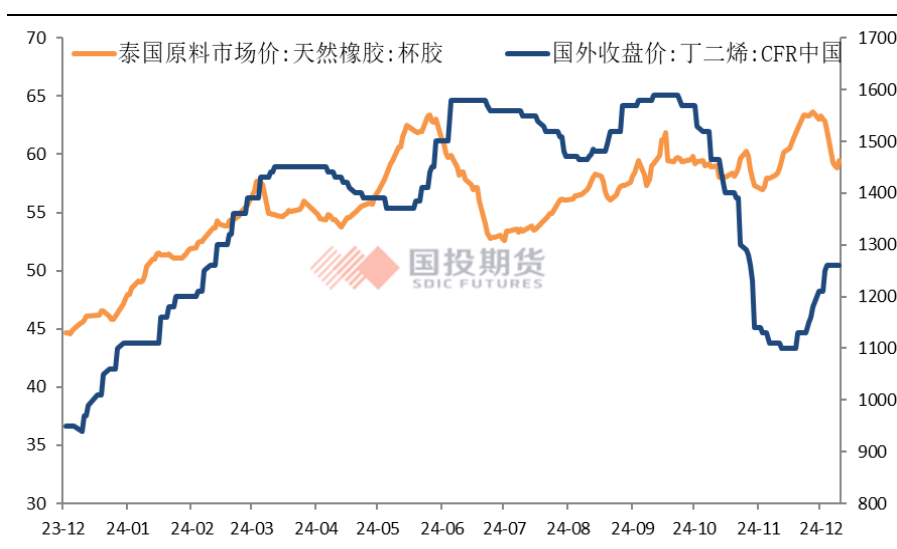
资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

## 1. 天胶成本走弱，合成胶成本走强

2024 年 12 月 6 日，上海国际能源交易所中心发布关于同意印度尼西亚 KM 公司 “KIRANA MEGATARA” 和苏南橡胶有限公司 “HEVEA PRO”，以及泰国诗董橡胶股份有限公司下属 BD10 工厂 “Sri Trang” 20 号胶注册的公告。随着国内 20 号胶期货交割品牌的增多，市场预期可交割量增加，20 号胶 NR 期货价格开始

见顶回落，由盘中最高的 15900 元/吨一线最低下跌至 14100 元/吨一线附近，随后止跌逐渐回升。与此同时，NR 期货仓单由 6.7 万吨进一步下降至目前的 5.7 万吨，天然橡胶上游原料市场价格也见顶回落。简单统计显示，今年 12 月以来国内 20 号胶 NR 期货价格总体上涨了 0.2%，而天然橡胶 RU 期货价格总体下跌 3.1%，泰国原料市场中烟胶片价格下跌了 7.3%，而杯胶价格下跌了 1.2%。目前，泰国天然橡胶产区处于高产期，降雨频频的天气状况也逐渐改善，炒作泰国南部洪灾的气氛也随之降温，预计泰国原料市场价格可能延续下跌的趋势。相对于天然橡胶原料市场来说，表现最坚挺的 20 号胶期货价格估值偏高。

图 2：橡胶原料价格走势（左轴-泰铢/千克，右轴-美元/吨）



资料来源：同花顺 iFinD，国投期货

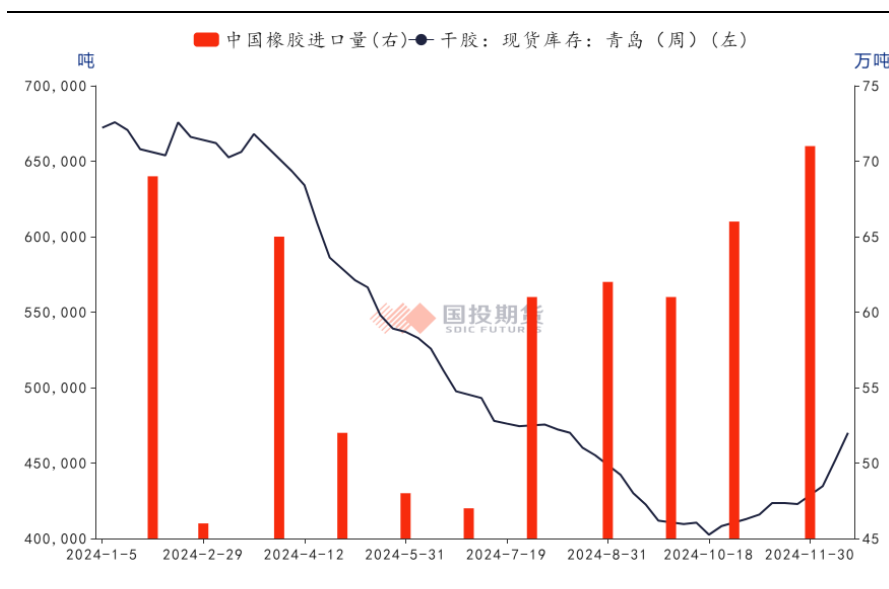
今年 12 月以来，合成橡胶上游原料丁二烯港口价格见底回升，其中外盘丁二烯 CFR 中国港口价格从 12 月初的 1100 美元/吨一线逐渐回升至目前的 1260 美元/吨一线附近，累计上涨了 14.6%，内盘华东丁二烯出厂均价上涨了 9.9%，下游行业丁苯橡胶 1502 现货市场价上涨了 2.1%，下游行业丁二烯橡胶现货市场价下跌了 0.7%，上期所丁二烯橡胶 BR 主力期货价格下跌了 2.7%。由此可见，上游丁二烯市场价格反弹最强，下游丁二烯橡胶现货市场价格尚处于跌势放缓的状态，上下游行业利润分配重新明显走差，未来下游合成橡胶行业不排除有“补涨”的可能。对于跟涨不太积极的合成橡胶来说，丁二烯橡胶 BR 期货价格总体表

现最弱，低估值优势明显。

## 2. 天胶现货累库，合成胶现货去库

从现货库存来看，天然橡胶市场进入了“累库”的阶段。随着中国天然橡胶进口逐渐增多，港口入库率明显上升，远高于港口出库率，国内天然橡胶现货库存继续回升。中国海关总署数据显示，2024 年 11 月份中国天然及合成橡胶（包括胶乳）进口量进一步增加至 71 万吨左右，同比增长 4.4%，环比增长 7.6%。隆众资讯数据显示，青岛地区天然橡胶总库存进一步大增至 47 万吨左右，周环比增长 4%，其中保税区库存和一般贸易库存均分别增加至 5.7 万吨和 41.3 万吨。基于中国宏观政策利好，国内市场需求逐渐回暖，欧盟零毁林法案(EUDR)推迟执行，预计中国天然橡胶进口形势继续改善，国内橡胶现货市场可能也将延续“累库”的态势。

图 3：中国天然橡胶进口量和港口库存

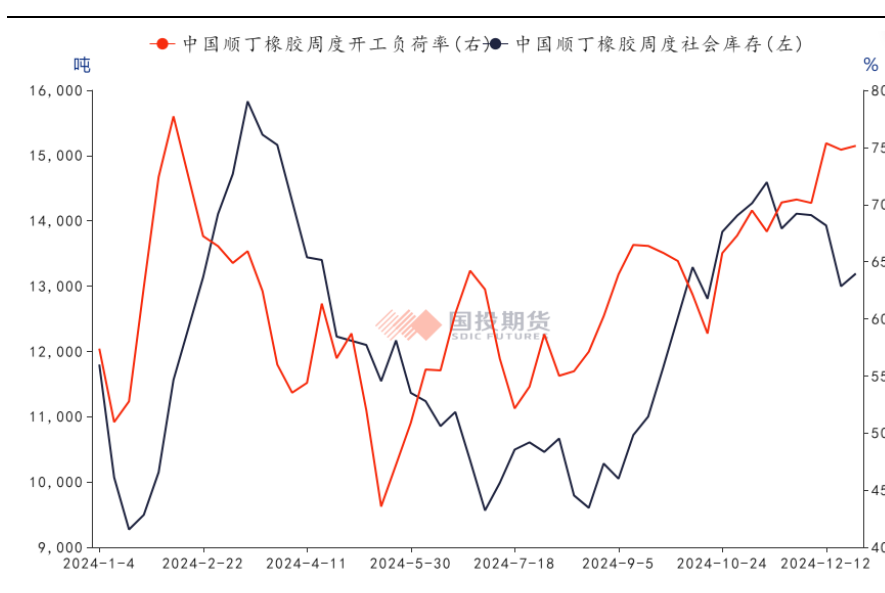


资料来源：中国海关总署，我的钢铁网，国投期货

目前，中国丁二烯橡胶供应端压力较大，装置停车检修稀少，仅振华新材料大检修和浙江石化短期检修，前期检修装置重启增多，仅剩下新疆独山子石化和振华新材料装置低负荷运行，导致中国丁二烯橡胶装

置开工率回升至 75.14%，处于近五年历史同期最高水平，进而导致中国丁二烯橡胶市场“去库”比较艰难，最新的社会库存大约 1.4 万吨。此外，山东裕龙石化丁二烯橡胶新装置正在试车中，市场预期供应端压力将进一步增加。不过，随着上游丁二烯价格不断走强，而丁二烯橡胶价格跟涨力度较弱，导致中国丁二烯橡胶行业重新进入亏损的境地，上下游利润分配重新恶化，这无疑将限制供应上升的空间，也意味着现货库存回升的空间也有限。

图 4：中国丁二烯橡胶开工负荷率和社会库存



资料来源：卓创资讯，国投期货

总体来说，目前中国天然橡胶现货市场总体处于快速的“累库”过程中，而丁二烯橡胶整体处于艰难的“去库”过程中，未来天然橡胶现货市场的库存压力也将大于丁二烯橡胶。

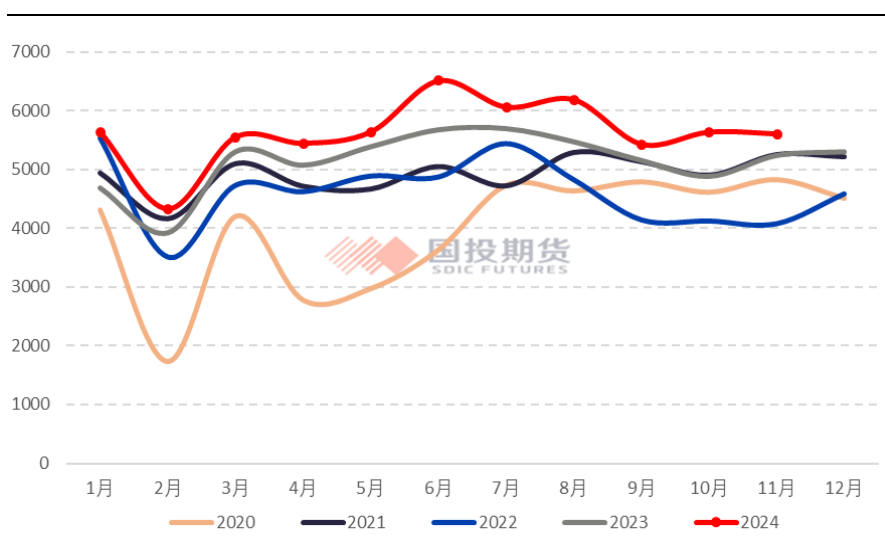
### 3. 宏观驱动减弱，需求驱动将回归

今年 12 月 18 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 4.25%至 4.50%之间，预期降息利好落地。此外，美国通货膨胀率虽然有所回落，但是依然较高，预计 2025 年降息幅度和次数可能低于市场预期。与此同时，中国货币政策和财政政策利好消息陆续落地，国际贸易保护主义重新抬头，未来宏

观利好驱动将逐渐减弱，而需求驱动可能重新回归，市场担忧情绪也将逐渐升温。

从需求来看，中国汽车、轮胎等行业市场表现不容乐观，海外市场需求可能高位回落，而国内市场需求后劲不足。在国际贸易保护主义再抬头的大环境下，一方面海外市场需求可能被提前释放，另一方面国内市场担忧情绪日趋升温，政策刺激利好面临“边际效应递减”的难题，国内需求也存在提前透支的问题，预计未来国内汽车和轮胎产成品库存压力与日俱增。随着国内元旦假期和春节长假临近，轮胎企业有停产放假的计划，轮胎开工率将季节性回落，相应的橡胶需求可能随之走弱。

图 5：中国轮胎月度出口量季节性（万条）



资料来源：中国海关总署，国投期货

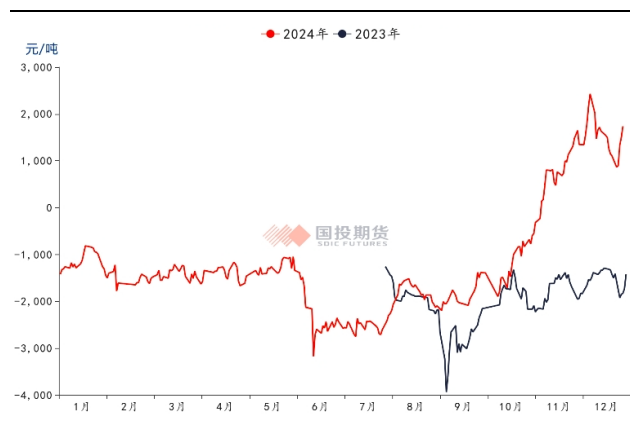
未来，对于金融属性较强的天然橡胶 RU 和 20 号胶 NR 期货价格可能仍将承压较重，而金融属性较弱的丁二烯橡胶 BR 期货价格可能相对抗跌，不排除“补涨”的可能。

## 4. 跨品种价差异常，套利窗口打开

综合来看，目前国内丁二烯橡胶市场受成本驱动较小，天然橡胶和 20 号胶市场受宏观驱动较强，而需求驱动效应尚未显现，导致天然橡胶 RU 与丁二烯橡胶 BR 主力合约期货价差重新走扩至 4640 元/吨一

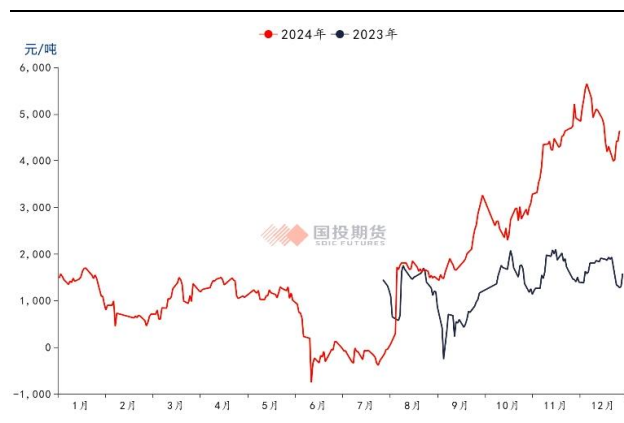
线附近，20 号胶 NR 与丁二烯橡胶 BR 主力合约期货价差重新走扩至 1740 元/吨一线附近，橡胶品种间价差依然处于极端异常的区间。

图 6：NR 与 BR 主力收盘价差季节性



资料来源：Wind，国投期货

图 7：RU 与 BR 主力收盘价差季节性



资料来源：Wind，国投期货

我们倾向于认为，橡胶跨品种的套利窗口已经打开，尤其是国内 20 号胶 NR 期货价格估值偏高，而丁二烯橡胶 BR 期货价格估值偏低，预计未来宏观驱动减弱，需求驱动增强，而成本驱动分化，橡胶品种间价差将逐渐回归到合理水平。



## 【免责声明】

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

## 国投期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路1号高新大厦12层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路168号17楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投期货研究院公众号



国投期货数据投研平台安卓版



国投期货数据投研平台IOS版

