

新湖能化专题—橡胶 RU 合约和 NR 合约的区别

天然橡胶品种众多，期货合约RU和NR的标的物都是天然橡胶。尽管如此，这两个期货合约依旧存在巨大的差别：

一、交割标的

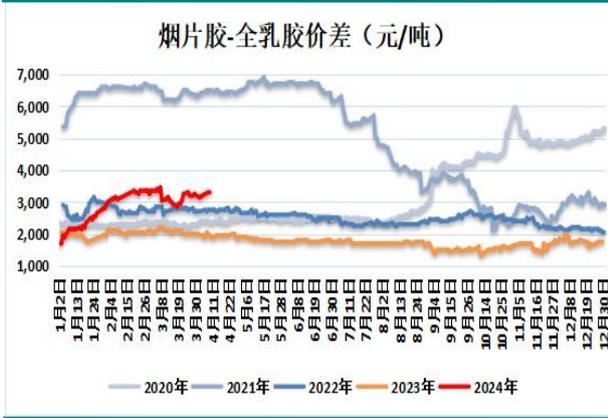
RU 期货的交割标的有两个，一个是国产全乳胶，另一个是进口 3 号烟片胶。全乳胶是中国特有的一种天然橡胶品种。全乳胶由新鲜胶乳制作而成，含杂质量仅为 0.05%，又称为 5 号标准胶，属于标准胶的一种。全乳胶实行品牌交割，包括海南天然橡胶产业集团股份有限公司的“宝岛”牌、“美联”牌、“五指山”牌，云南农垦集团有限责任公司“云象”牌、“金凤”牌，中化国际（控股）股份有限公司的中化橡胶，广东省广垦橡胶集团有限公司的广垦橡胶以及西双版纳曼列橡胶有限公司的“曼列”牌。

烟片胶和全乳胶一样，都是由新鲜橡胶乳制作而成。烟片胶是一种片状胶，不易变质，其是所有天然橡胶中物理软科学性能与工艺加工性能最为协调均衡的品种。其按外形分级为 1-5 号，其中使用最广的是 3 号烟片胶。进口 3 号烟片胶交割使用产地认证，包括泰国、马来西亚、印度尼西亚、斯里兰卡等。泰国是全球最重要的烟片胶生产国。

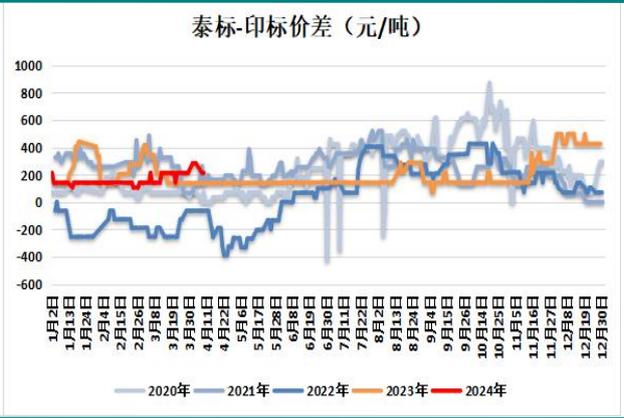
由于进口 3 号烟片胶价格通常远高于全乳胶，因此 RU 期货仓单大多为全乳胶，进口 3 号烟片胶仓单数量稀少。

NR 期货的交割标的物为 20 号胶，可以是国产胶，也可以是进口胶。在天然橡胶生产早期，全球以烟胶片生产为主。但随着全球天然橡胶生产工艺的工业化改造升级，目前，20 号胶已成为天然橡胶产业最主要、最具代表性的品种。泰国、印尼、马来西亚等国是 20 号胶主要生产国。我国生产的标准胶主要为全乳胶，20 号胶产量较低。由于中国进口的 20 号胶大多以保税方式进口，因此 20 号胶期货交割也采用保税交割。由于印尼胶价格相对低廉，因此 20 胶仓单以印尼胶为主。

图：烟片胶-全乳胶价差



图：泰标-印标价差



资料来源：同花顺、隆众资讯、卓创资讯、新湖期货研究所

二、主力合约

RU 期货合约没有 2 月和 12 月合约，其中主力合约为 1, 5, 9 合约。

NR 期货合约为连续合约。

三、仓单的注销

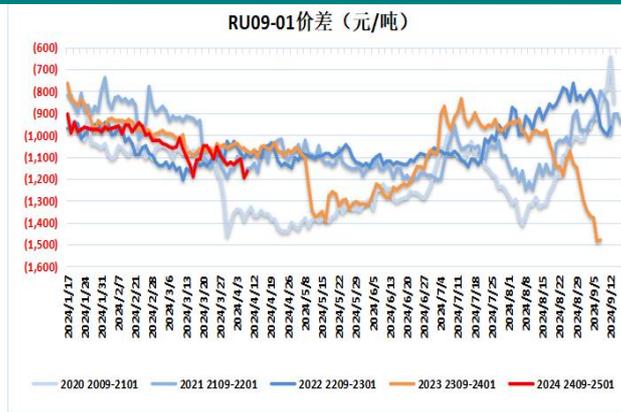
根据上期所的规定，全乳胶在库交割的有效期限为生产年份的第二年的最后一个交割月份，超过期限的转作现货。20 号胶保税标准仓单的有效期为自标识的生产月份起十二个月止。

全乳胶由于需求糟糕。因此每年生产的全乳胶首先都流入仓单，直到第二年 11 月底统一注销。也就是说，每年的 11 月底，会有大量的全乳老胶集中流入现货市场。因此每年的 7 月之后，RU9-1 也容易走反套。

20 号胶仓单主要来自进口，生产日期较为接近，因此也存在集中注销的情况。但由于 20 号胶是市场主流胶种，需求远好于全乳胶，因此仓单集中注销对市场的冲击不如全乳胶大。

另外，RU 期货标品存在新老胶的区别。由于前一年的老胶仓单，在 11 月底集中注销。因此当年的 05、09 合约与后一年的 01 合约的交割标的品并不一样。05 和 09 合约的标的是前一年的老胶，而 01 合约的标的是当年的新胶。因此 01 合约天然高升水 05 和 09 合约。NR 期货不存在新老胶的区别。

图: RU9-1 价差



资料来源: 同花顺、隆众资讯、卓创资讯、新湖期货研究所

四、价格影响因素

RU 和 NR 的交割标的都为天然橡胶, 两者价格影响因素相似, 价格相关性也较高。但两个期货合约在不同的时间段价格仍呈现出显著的强弱差异, 说明在大的供需格局下, 两个期货合约价格仍受到不同因素的影响。

1. 产地不同

RU 期货的主要交割品是全乳胶, 全乳胶是我国特有的橡胶品种, 主要产自云南和海南, 其中以云南为主。因此全乳胶的供应更多的受到国内因素的影响。比如: 1) 产区天气。2023 年开割初期云南产区白粉病以及旱情严重, 导致开割不断推迟。云南橡胶曾发函上期所表示交割品全乳胶产量可能减少。2020 年和 2021 年的 10 月, 海南产区在产胶旺季遭遇台风袭击, 导致产量显著下降。2) 浓乳分流。多年之前, 云南与海南产区都以生产全乳胶为主。但近年, 海南产区实行“大浓乳”战略, 全乳胶产量大幅减少。由于浓乳与全乳胶的生产原料都是新鲜胶水, 当乳干比偏高时, 胶水将更多的流向浓乳生产, 从而导致全乳胶产量减少。

NR 期货交割品 20 号胶主要产自泰国和印尼。因此海外产区的天气、原料价格、生产利润、出口、库存等对 20 号胶的影响更大。

2. 需求不同

20 号胶是市场主流胶种, 主要用来生产轮胎, 再加上其保税进口的来源, 因此 20 号胶价格受到轮胎需求, 尤其是出口需求以及海外需求的影响较大。

全乳胶并非市场主流胶种, 其需求十分糟糕。轮胎厂一般不使用全乳胶, 其原因在于: 首先, 全乳胶产量很低, 每年产量大约在 20 万吨左右。轮胎用胶量大, 低产量无法保证供

应的稳定。其次，国产全乳胶品质差且不稳定。理论上说，全乳胶品质应该优于 20 号胶。但事实上，其品质仅和混合胶类似。最后，全乳胶使用不方便。其质地十分干硬，使用前需要先行软化。尽管全乳胶并非用于轮胎。但由于 RU 期货更为活跃，因此 RU 也能反映国内天然橡胶总体的需求以及库存情况。另外在全乳胶需求方面，还需关注国储局的收储。

3. 深浅色胶不同

天然橡胶可以分为浅色胶和深色胶。浅色胶主要包括全乳胶、烟片胶、3L 胶等。深色胶包括 20 号胶、混合胶等。可以看出，浅色胶的基本面更多的影响 RU 期货，而深色胶的基本面则更多的影响 NR 期货。

4. 资金影响不同

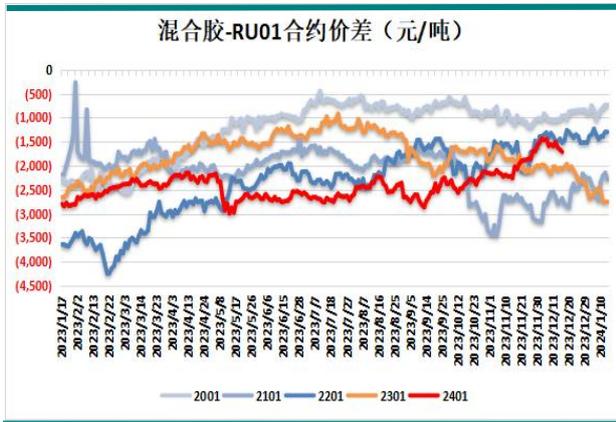
由于 RU 上市时间久，持仓量大，活跃度高，因此其受到资金的扰动更多。比如宏观资金或者跨品种套利资金等都更乐于选择 RU 期货。因此 RU 期货有时会出现背离基本面的情况。相对来说，NR 期货会更好的反映基本面，其受资金的影响较弱。

5. 期现套利盘的影响

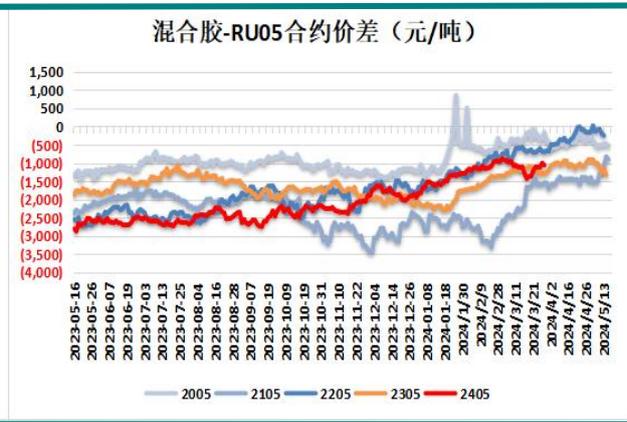
RU 期货受期现套利盘影响十分大。RU 期货由于近月库存以及交割压力，期货呈现高升水，天然有利于期现套利。RU 期货较多的是进行非标品套利，尤其是利用混合胶进行套利。RU 非标品一方面由于同为天然橡胶，因此与 RU 的价格相关性高。另一方面，只要不是全乳胶仓单非常低的情况下，由于全乳胶销路不畅，因此想要顺利交割，其价格就必须和市场上流通量最大的天胶价格拟合，因此天胶非标品价格总是能和 RU 期货收敛。而混合胶以人民币计价，且由于没有进口关税，对于没有手册的下游工厂来说，价格便宜，具有很大的成本优势，再加上其增值税退税税率高于国产胶，因此受到期现套利商的喜爱。一般在基差偏弱时，套利资金容易入场。长期以来，期现套利盘都是 RU 期货上的主力空头资金。

NR 期货上尽管也有期现套利盘的参与，但影响力不如 RU 期货。

图：混合胶-RU01 合约价差

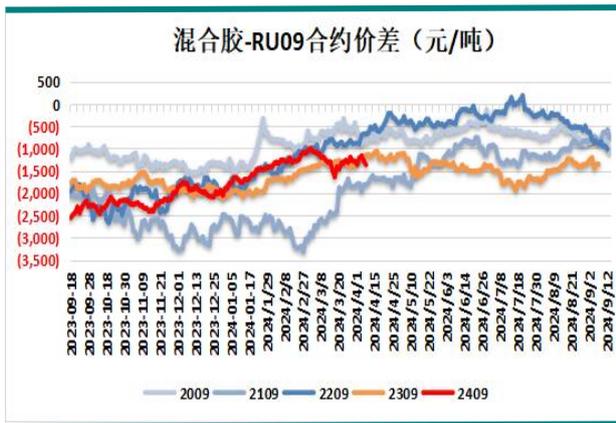


图：混合胶-RU05 合约价差



资料来源：同花顺、隆众资讯、卓创资讯、新湖期货研究所

图：混合胶-RU09 合约价差



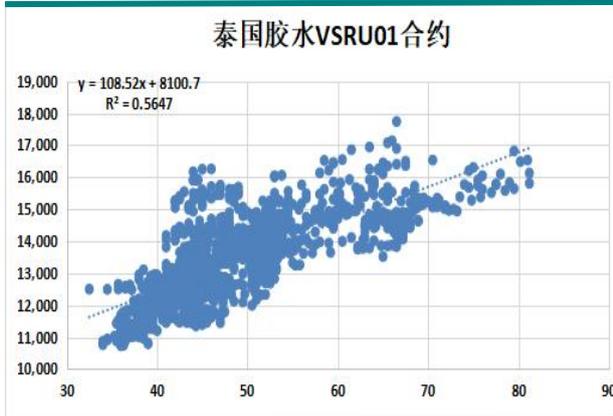
资料来源：同花顺、隆众资讯、卓创资讯、新湖期货研究所

五、与泰国原料的相关性

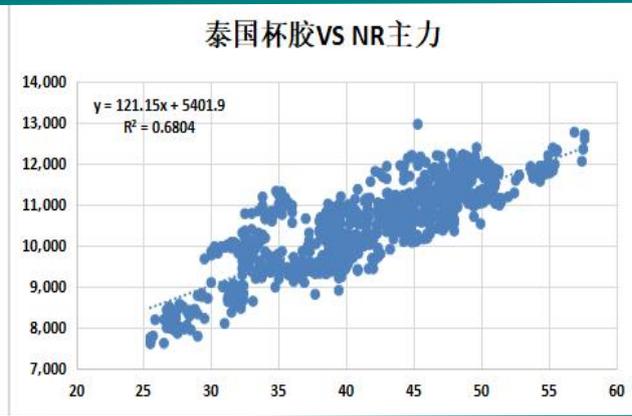
中国的两个天然橡胶期货，无论是RU亦或是NR，与泰国原料的相关性都不高：RU为0.56，NR为0.68。相较来说，NR与海外原料的相关性高于RU。其中原因一是NR标的品基本为进口胶，而RU主要标的品全乳胶为国产胶。海外原料对20号胶产生直接的影响。而对RU的影响就较为间接。影响路径一是通过进口烟片胶。尽管RU期货价格锚定的并非烟片胶。但进口烟片胶仍可被看作是RU期货的天花板。影响路径二是通过乳胶。乳干比的涨跌也可能影响全乳胶的产量。

原因二是，泰国原料价格受其季节性产出变化影响较大。比如，停割季，原料供应减少，原料的价格便强势；全面开割，产量充分释放后，原料价格便走弱。20号胶作为主流胶种，停割季产量的下降以及旺产季产量的上升对其市场平衡产生的影响更大。而全乳胶需求糟糕，无人接货，停割亦或是开割对其市场平衡都不产生显著影响。

图：泰国胶水 VS RU01 合约



图：泰国杯胶 VS NR 主力



资料来源：同花顺、隆众资讯、卓创资讯、新湖期货研究所

六、交割问题

RU 期货主要交割品全乳胶需求十分糟糕，通常情况下极少有多头愿意在期货上接货。尤其是在 09-11 合约上。在 01 和 05 合约上接货之后还能抛到远月合约上。但由于老胶单在 11 月统一注销，在 09-11 合约上接的货，难以再向远月合约转移。因此，除非极少数情况下仓单数量极低或者有多头愿意接货，从交割角度看，更有利于空头。

NR 期货曾多次出现在仓单充足的情况下，交割前期货大幅拉涨的情况。这可能与仓单过于集中有关。

七、海外交易所

国际上开展天然橡胶期货交易的主要交易所日本东京商品交易所（TOCOM）、新加坡交易所（SGX）、泰国期货交易所（TFEX）和印度国家大宗商品交易所（NMCE），四家交易所均开展烟胶片期货交易。其中开展 20 号胶期货交易的是新加坡交易所（SGX）和日本东京商品交易所（TOCOM）。四家交易所中，日本东京商品交易所（TOCOM）和新加坡交易所（SGX）影响力较大。

目前，新加坡交易所（SGX）的 20 号胶期货是全球 20 号胶定价的主要参考标准。上海期货交易所（SHFE）的天然橡胶期货、日本东京商品交易所（TOCOM）的 3 号烟胶片期货价格对 20 号胶有不同程度的影响。

日胶的交割品为 3 号烟片胶。其对中国的天胶期货的存在一定影响，但以间接影响为主。

撰写人: 施潇涵

邮箱: shixiaohan@xhgh.net.cn

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。

