

【建投专题】结构性矛盾凸出，20 号胶近月强升水

作者（期货交易咨询从业信息 Z0017387）董丹丹 助理研究员（期货从业信息 F03121925）蔡文杰

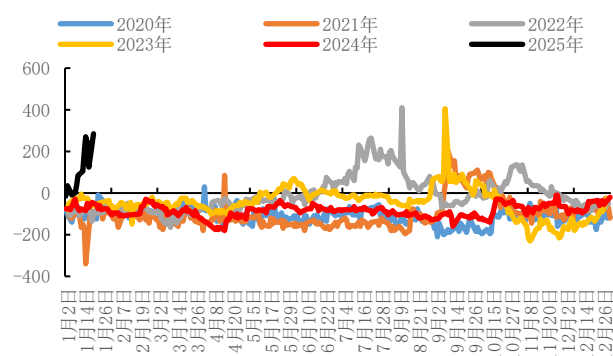
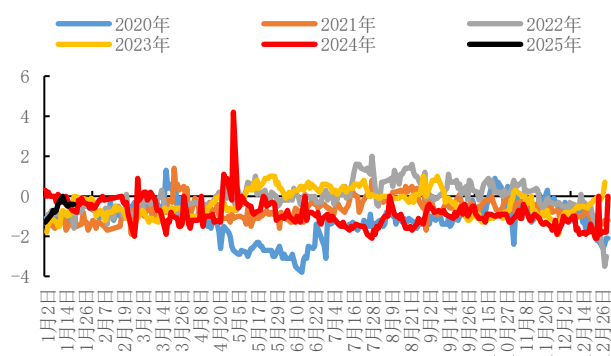
发布日期：2025 年 1 月 20 日

一、行情回顾

近期，天然橡胶期货合约与 20 号胶期货合约在经历了 2025 年开年的大幅下挫后，随着商品市场预期回暖迎来反弹。截至 1 月 20 日，天然橡胶期货主力 RU2505 合约报收 17415 元/吨，较 1 月 2 日下跌 2.27%；20 号胶期货主力合约 NR2503 合约报收 14990 元/吨，较 1 月 2 日上涨 0.81%。相较于单边价格所代表的总量矛盾，在本轮行情的宽幅震荡中，20 号胶期货合约（以下简称“NR”）的月间价差所代表的结构性矛盾更为突出。

截至 1 月 20 日下午 3 点，NR 连一合约（NR2503）收盘价升水连二合约（NR2504）收盘价 285 元/吨，呈现出近月强升水结构，自 2019 年 NR 合约上市以来，为第三次（前两次分别为 2022 年 7 月与 2023 年 9 月）出现近月升水超 200 元/吨的情况。而同时，与 NR 交割品类似（Sicom 交割品代码数量大于 NR 交割品代码数量，故仅部分 Sicom 合约交割品可用于交割 NR）的新加坡 SGXTSR20 期货合约（以下简称“Sicom”）则并未出现与 NR 一致的近月强升水，截至 1 月 20 日下午 3 点，Sicom 连一合约（Sicom2503）盘中贴水连二合约（Sicom2504）0.4 美分/公斤。

从月间结构的表现来看，NR 在体现近月供不应求的情况，而 Sicom 仍为近月供需过剩。交割品同为 20 号胶的 2 张期货合约（在这里粗略的认为 NR 与 Sicom 都代表 20 号胶）呈现出不一致的月间结构，二者的差异主要在于挂牌上市区域与交割方式不同。故，本轮 NR 近月强升水或是在体现中国市场（尤其是 2025 年 3 月）的 20 号标准胶正呈现供不应求的现状。

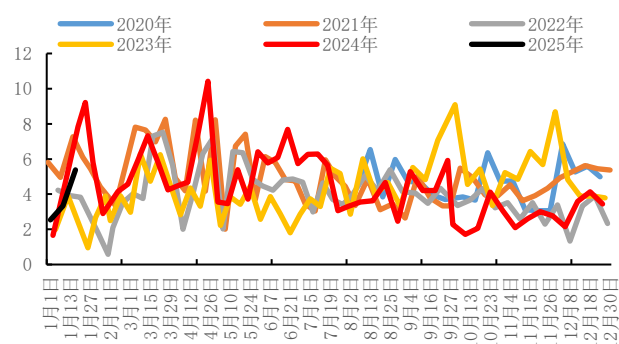
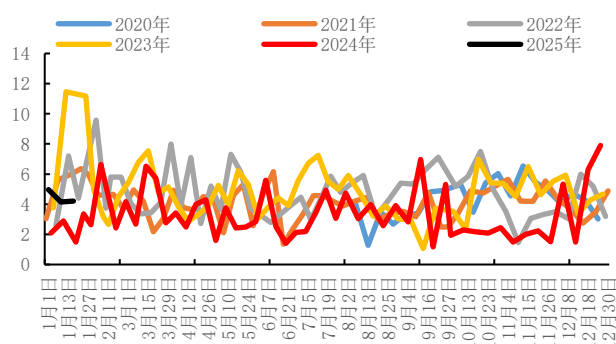
图表 1: NR 连 1-NR 连 2 收盘价 (元/吨)

图表 2: Sicom 连 1-Sicom 连 2 (美分/公斤)


数据来源: 钢联, 中信建投期货整理

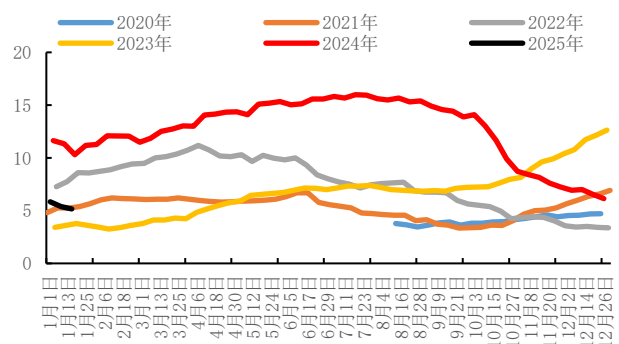
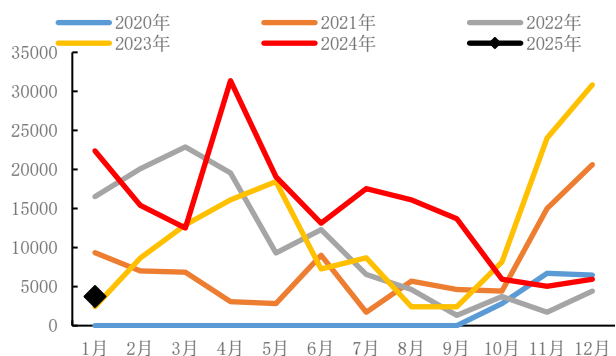
二、20 号胶期货合约近月强升水结构原因探讨

由于 NR 主要以进口货源进行实物交割, 而国内天然橡胶远期市场成交相对活跃, 即期到港货源一般会提前 2 个月左右进行采销合同签订。因此, 从国内 20 号胶供应来说, 其供应一般提前 2 个月确定。相较于供应的相对确定 (会存在延迟船期的情况, 但是很难出现船期提前抵达港口的情况), 中国市场 20 号胶的需求或存更多不确定性。由于天然橡胶的需求难以直接描述 (尤其是落实到具体的现货种类)。因此, 在所述中国市场供应相对确定的情况下, 以国内显性库存 (20 号胶一般存放在保税区仓库内或注册为 NR 仓单) 的变化去推导 20 号胶的表观消费量变化。

根据隆众资讯的数据, 截至 2025 年 1 月 19 日, 青岛保税区库存 6.22 万吨, 降幅 1.59%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 0.06%至 4.21%; 出库率增加 2.04%至 5.38%。从国内保税区的库存变化来看, 正在以出库率提升的方式完成显性库存的去化, 而一般仓库的提货方为轮胎工厂, 或是体现下游企业仍有一定采购需求 (采购的动机可以是应对假期的行为, 亦可以是下游企业预期未来销售情况较好)。从 NR 的仓单来看, 截至 1 月 17 日, NR 仓单减少 0.22 万吨至 5.16 万吨, 较去年同期的 10.3 万吨大幅下滑近 50%。同时, 在进入 1 月以后, 累计新注册的 NR 仓单仅为 3729 吨, 远低于去年同期的 2.2 万吨。从注册仓单的行为来说, 一般只有在现货市场没有足够的需求情况下, 才会选择注册仓单以实物交割的方式完成销售 (类似 RU 合约), 或者说在 20 号胶陆续到港的情况下 (可以看到自 12 月底以来青岛保税区入库率接近 8%), 保税区与 NR 仓单都并未显著增加, 或反推需求尚可。

图表 3：青岛保税区出库率（%）

图表 4：青岛保税区入库率（%）


数据来源：钢联，中信建投期货整理

图表 5：NR 仓单（万吨）

图表 6：NR 月度新增仓单（万吨）截至 2025. 1. 20


数据来源：钢联，中信建投期货整理

综上所述，我们认为，在本轮天然橡胶反弹行情中，20 号胶期货近月合约大幅走强的驱动或是源于国内 20 号胶需求（更溯源来说，国内是否真的需要这么多 20 号胶生产的轮胎等橡胶制品去使用，我国轮胎等橡胶制品出口市场为主，目前维持看好海外消费市场的判断）出现超预期好转，形成了短期供不应求的情况。又因为 20 号胶以进口货源为主，那就代表着一旦出现即期的供不应求，由于船期是固定的，无论什么价格都无法缩短船期，近月合约价格将陷入近乎无解的状态。而 NR 仓单的低位状态或加剧市场非理性行为发酵，导致极端行情出现（现阶段的“理性”与“非理性”或取决于下游行业与终端消费市场是否真的需要使用这么多 20 号胶，对于近端的现实而言，尽管看好海外消费市场，但是无法给出需求大幅增长的判断）。

三、需求向好背景下，近端强势或延续

向后看，由于中国市场 20 号胶供应特殊性（进口货源，远期合同一般提前 2 个月左右签订，因此远期供应在当下相对确定），基于对于 2025 年轮胎行业相对乐观的判断，未来 20 号胶的需求有望维持韧性，保税区的库存亦或是 NR 仓单或将不会出现大幅累库（换一个角度，在供应相对确定的情况下，累库的情形一般只有需求不及预期，只要下游轮胎企业能够有足够多的销售订单，轮胎企业就会持续的采购原材料进行生产，社会库存无法出现明显累库）。因此，我们认为，NR 合约的近端强势或将延续。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。