

20号胶的仓单矛盾走向如何?

方正中期期货 辛旋 (F3064981 Z0016876)

2025年3月13日



CONTENT 目录

第一部分

起因：进口分流及结构化差异

第二部分

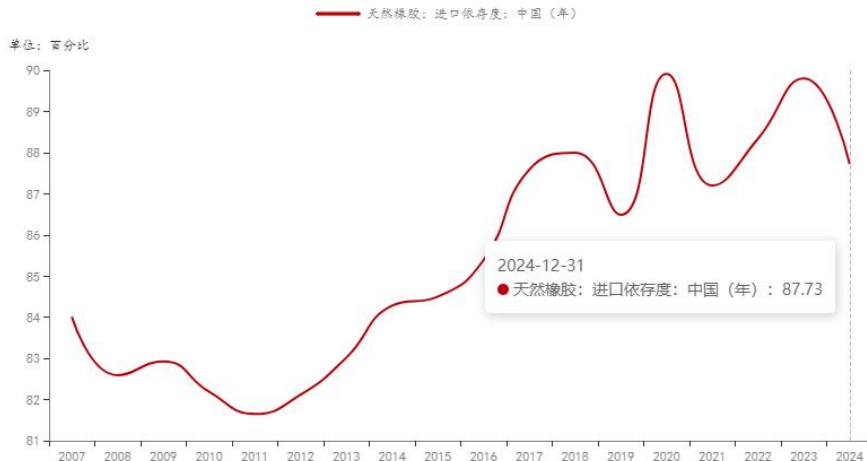
变局：进口与低库存数据矛盾

第三部分

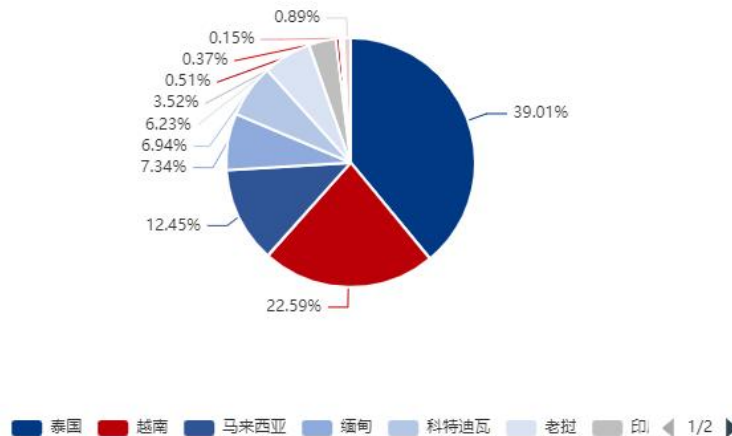
后续：开割与边际供应增量

供给端：我国天然橡胶进口依存度较高

中国天然橡胶进口依存度



中国天然橡胶进口来源国



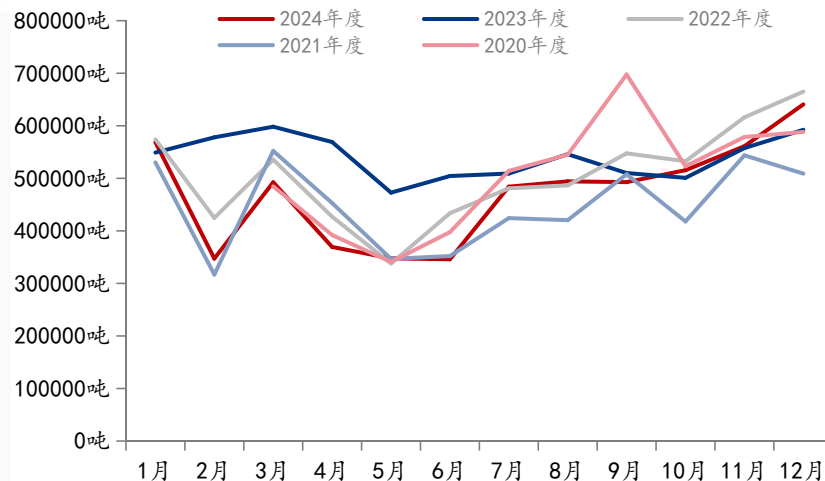
2011年以来我国天然橡胶进口依存度持续提升，2024年达87.73%；橡胶进口中，又以泰国、越南、马来西亚为主要进口地，近年来科特迪瓦发展较快，进口占比也有所提升。从泰国进口以20号标胶（20号胶交割品）、混合胶为主，从越南进口以SVR3、SVR10号等胶种为主。当前时间节点国内已停止割胶，3月处于全球供应季偏紧时间，多从泰国进口天胶。

受天气及EUDR分流影响，我国去年进口下滑

ANRPC成员国整体产量



中国天然橡胶进口情况

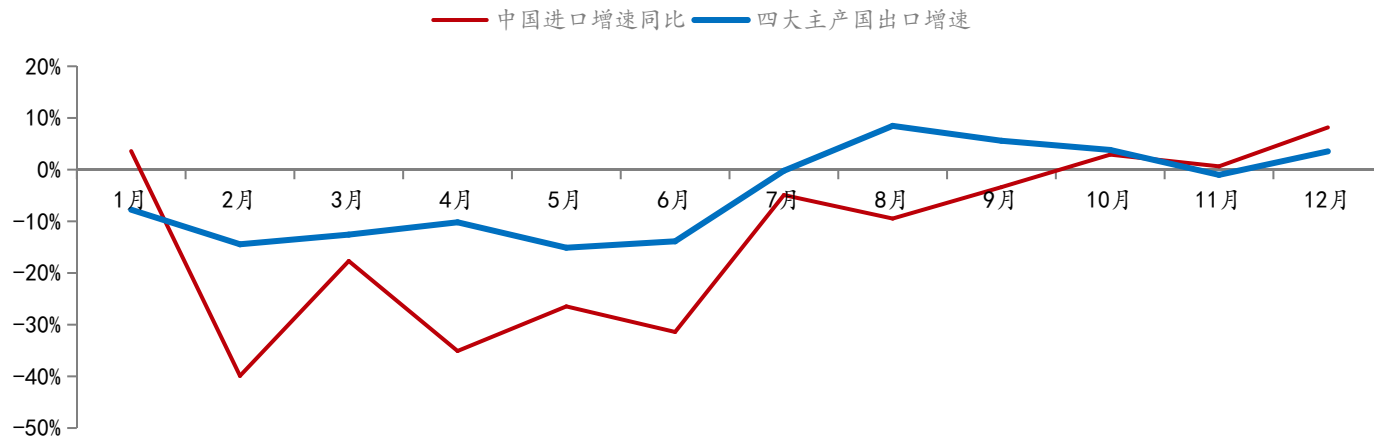


去年上半年异常气候导致国内外新胶上量节奏延后且滞缓，主要产胶国如泰国、越南等累积降雨量较往年增多，影响了橡胶树的生长和割胶工作，导致减产。2024年ANRPC（天然橡胶生产国协会）累计产量为11341.6千吨，较2023年下滑2.2%，其中7-11月的产量不及近三年同期水平。

减产导致海外原料供应不足，2024年1-12月中国天然橡胶（含技术分类、胶乳、烟胶片、初级形状、混合胶、复合胶）累计进口总量565.99万吨，累计同比减少12.76%。中国烟片胶、标准胶、混合胶和乳胶进口量同比分别减少10%、16%、13%和20%。

受天气及EUDR分流影响，我国去年进口下滑

2024年产胶国进出口情况

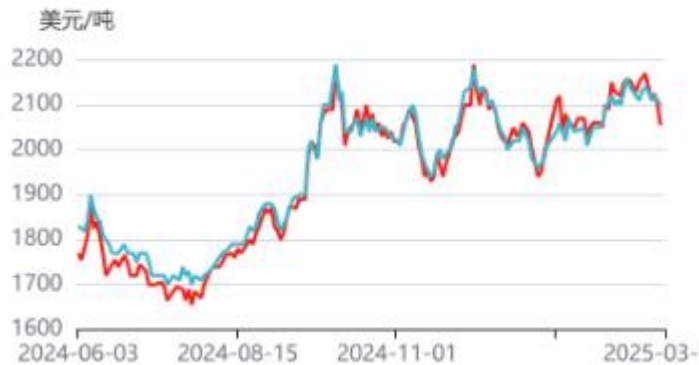


欧盟EUDR 政策：投放到欧盟市场的天然橡胶以及轮胎等橡胶衍生品必须来自2020年12月31日之后未被砍伐的土地，橡胶生产企业需要进行相关的认证工作。天然橡胶主产国如泰国、科特迪瓦等为了保持利润和市场份额，倾向于生产和出口符合 EUDR 认证的橡胶到欧盟市场(欧盟也愿意出更高价格)，从而导致流向中国的橡胶量减少。

去年由于主产区天气不佳及欧洲EUDR法案，天胶部分被分流欧洲，2-10月我国进口量增速不及产胶国出口量增速。10月后传出EUDR法案要推迟12个月后再实施，之后在10-12月，中国天胶进口量同比大于产胶国出口同比增速，产胶国出口回流中国。

混合胶价格偏强，进口标胶少混合胶多

— 天然橡胶:泰国20#标胶(STR20,现货):青岛保税区:主流价(美元报价)
— 现货价:混合橡胶:STR20混合胶:泰国:青岛保税区



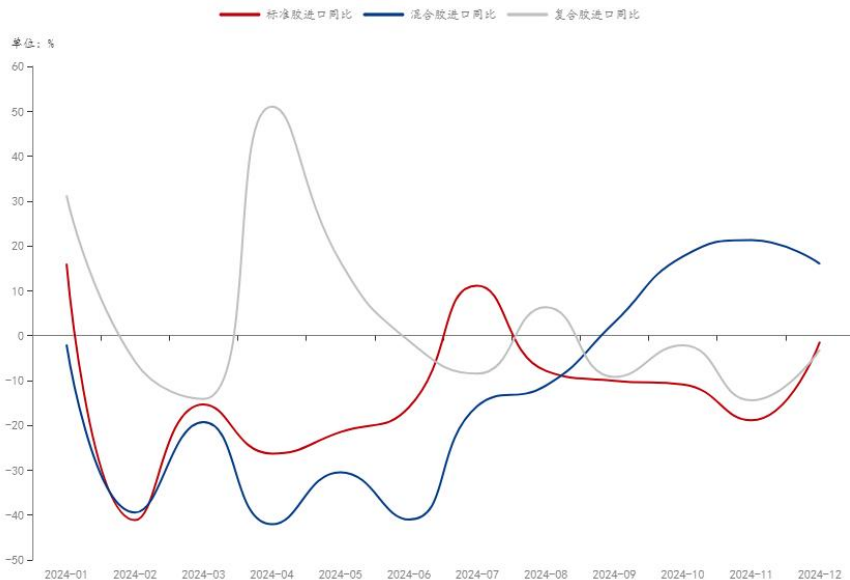
周度利润:天然橡胶:理论生产利润:STR20(泰国20号标胶)



去年10月后进口量虽然快速增长但存在结构差异。由于我国天然橡胶报价偏低，泰国向中国市场出口的标胶和混合标胶利润长期倒挂，以20号标准胶为例，2024年大多数时间理论生产利润为负。

去年9月泰混价格涨至七年来新高，出口利润倒挂快速修复，且标胶进口持续贴水混合胶，混合胶利润更高，贸易商将订单从标胶转为混合胶，因此混合胶进口量同比增速转正，而标准胶却依然增速偏低，这导致在25年初标准胶现货偏紧。

混合胶价格偏强，进口标胶少混合胶多



9月后价格升高及橡胶回流我国，推动混合胶进口量增速快速转正，但标胶进口仍在低位。2024年10-12月我国进口标准胶71.3万吨，同比下滑10.6%；进口混合胶99.1万吨，同比增长18.2%。

25年春节后随着标胶价格偏紧给出较好套利空间，贸易商进口订单预计将切换至标准胶上，若按2月订单则在3月中下旬将会到港持续新增。

进口差异推升库存结构化矛盾



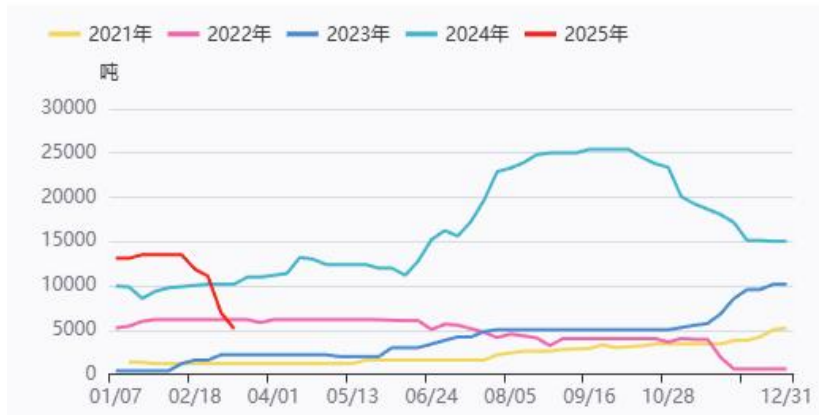
标胶进口较少推升结构化库存问题，去年12月浅色胶累库速度较深色胶库存更快，NR仓单及标胶现货较为紧张。受此影响，20号胶在2月走势偏强并带动沪胶价格上涨。

据隆众资讯，截至3月9日，中国深色胶社会总库存为80万吨，环比上周度增加1.2%，同比去年大幅下滑。其中NR期货库存同比下滑51%。中国浅色胶社会总库存为56.9万吨，环比降0.8%，同比偏低。其中RU期货库存同比下滑5.8%。深浅色胶显性库存上存在显著结构化差异，深色胶（主要为20号胶）库存低位矛盾突出。



标胶供应偏紧，仓单库存低位

库存:20号胶:上海:合计



资料来源：同花顺，方正中期期货研究院

由于20号胶仓单偏紧、市场资金关注度高，持仓量高位，推升20号胶走势偏强，并带动RU走强。20号胶01合约以升水状态进行交割，仓单虚实比持续处在高位水平。进入2月，注册仓单数量并未出现显著增长态势，与之形成鲜明对比的是，期货库存同比呈现出大幅度下滑。基于此，在市场前期多方预计，3月份仓单所存在的问题都难以得到有效解决。



CONTENT 目录

第一部分

起因：进口分流及结构化差异

第二部分

变局：进口与低库存数据矛盾

第三部分

后续：开割与边际供应增量

前两月进口高位，标胶进口大增

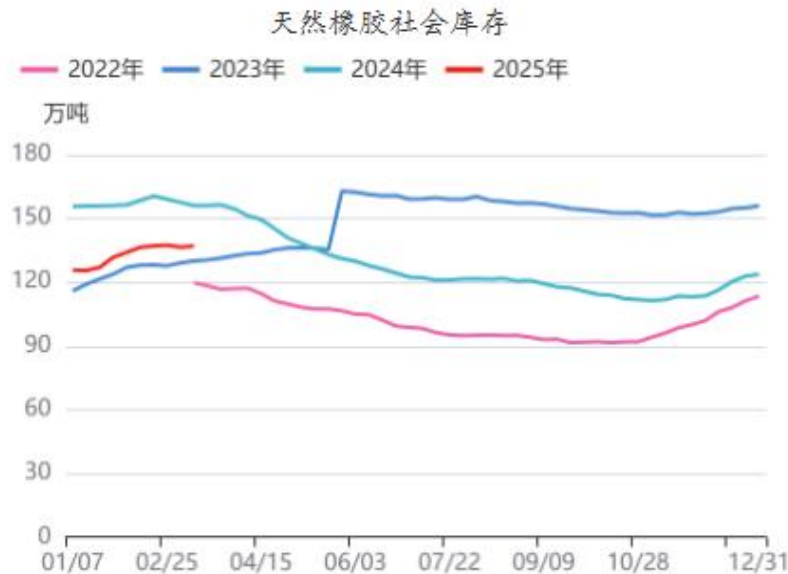
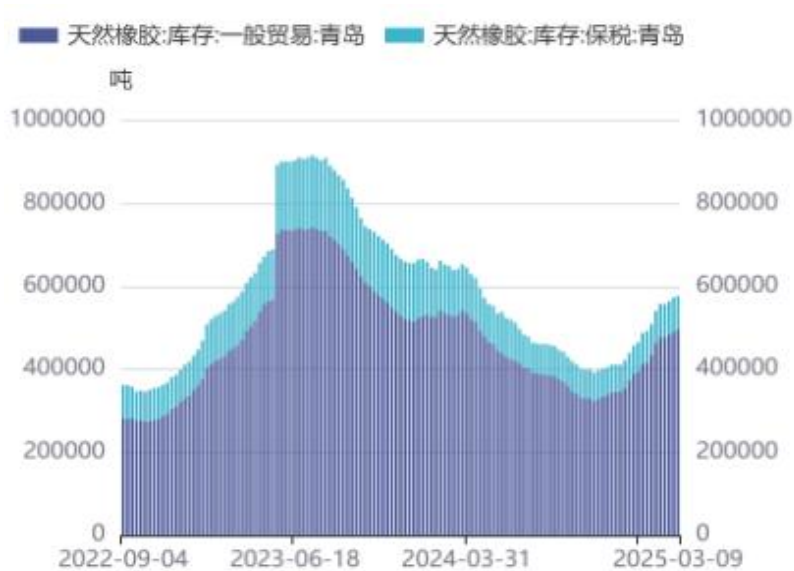
2025年1至2月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计142.4万吨，同比大幅增加23.3%，较去年12月同样大幅增加。上游发货顺畅，到港情况较多，截至3月12日出现了部分现货低价滞港甚至引发踩踏情况。

2025年1月份，泰国天然橡胶对全球出口量40.75万吨，环比+0.71%，同比+23.22%。其中标胶出口13.65万吨，环比增加6.68%，同比增加5.70%。受天然橡胶高价刺激，胶农割胶积极性较好，叠加天气情况良好，泰国天胶产量逐步回升，出口量也有所增加。

1月泰国天然橡胶对中国出口量23.95万吨，环比+0.83%，同比+51.86%。标胶出口中国5.1万吨，环比增加22.03%，同比增加7.71%。高价刺激叠加下游季节性备货补库，泰国对中国出口量增加，中国标胶进口增速远超泰国标胶出口增速。2月份数据暂未公布，但高价带动下预计也较多。

据印尼海关数据，2025年1-2月印尼标准胶出口中国数量为5.39万吨，同比猛增256.95%，其中2024年1-2月数据为1.51万吨，2023年1-2月数据为5.89万吨。

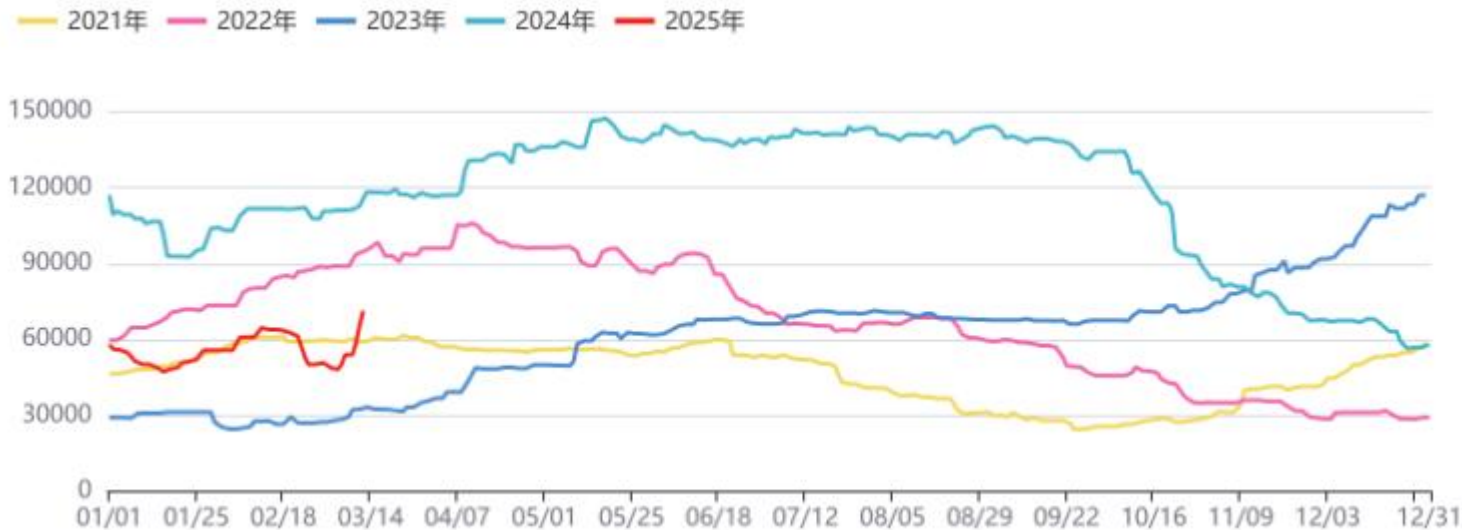
累库进度不及预期，或存在隐形库存



截至3月7日天然橡胶社会库存为136.9万吨，处于中性偏低位置；一季度通常为季节性累库时间，截至目前累库量仅为11.3万吨，库存累计不及预期，市场前期预估累库量可能达二十万吨以上。1-2月下游需求清淡，且原料高价下接受度不高；标胶进口量大增、需求清淡，累库较慢、仓单低位，数据间似乎存在矛盾。对于以上疑惑，一方面正如前文所言，去年由于EUDR法案导致前期分流，进口提升后却又以混合胶为主；另一方面推测可能存在隐性库存，甚至隐形库存可能超预期。

近日仓单注册数量快速增加

20号胶注册仓单数量



近期部分套利盘平仓出货，现货市场供应压力集中释放，可能存在的隐形库存也或流入市场，现货紧张局面缓解。自本周始新增仓单数量增长较快，截至3月12日20号胶注册仓单数量较上周末（3月7日）已增长近32%。此外，据了解3月中下旬船货到港较为集中，持续补充现货，预计3月仓单量将持续增长，本轮仓单行情或迎来变局。



CONTENT 目录

第一部分

起因：进口分流及结构化差异

第二部分

变局：进口与低仓单数据矛盾



第三部分

后续：开割与边际供应增量

高胶价或刺激泰国南部推迟停割



周度利润:天然橡胶:理论生产利润:STR20(泰国20号标胶)



当前国内进口价格处于高位，目前泰国东北部已停割，泰南维持季节性产出；但高价刺激下，泰国割胶及出口积极性较强，或可能推迟停割。

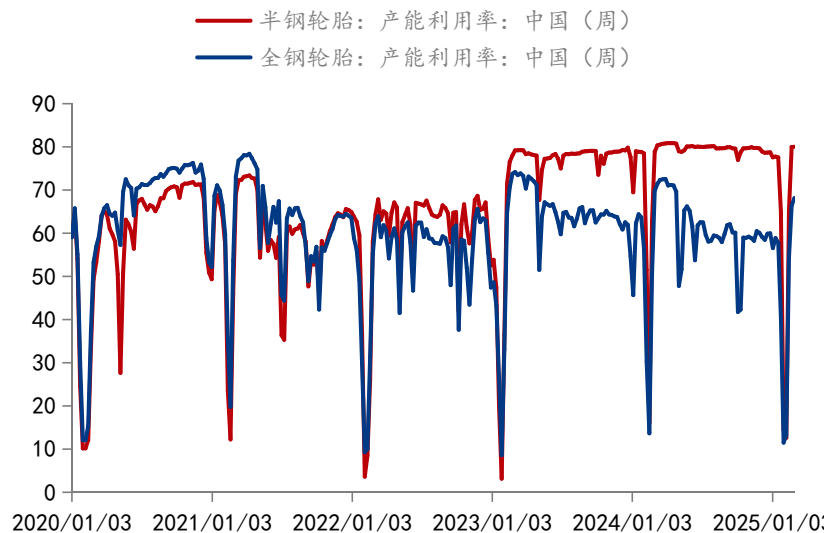
此外，中长期来看橡胶产能面临大周期拐点，市场对此已形成共识，但对于具体时间节点有所分歧。产能减少，但若维持胶价高位，可能刺激胶农积极性，提升产能利用率，ANRPC预测2025年全球天胶产量料同比增加0.3%至1489.7万吨，其中印度、越南产量下降，泰国、中国产量增长。

国内开割预期逐步增强，天气暂时较好

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
中国云南			3月10日前后开割，至11月中旬									
中国海南			4月8日前后开割，至12月中旬									
泰国北部				4月中旬开割，至次年1月底2月初								
泰国南部					4月底5月初开割，至次年2月中旬							
马来西亚					4月底5月初开割，至次年2月中旬							
印尼北部（棉兰）					4月底5月初开割，至次年2月中旬							
印尼北部（巨港）	前一年12月中开割，至次年8月											
越南				4月中旬开割，至次年1月底、2月初								
备注	停割期	开割期										

再过1-2个月，中国、东南亚主产区将陆续进入割胶期。即将进入开割的云南，目前物候较好，3月天气晴朗为主，同时前期又有降水，存在供应边际预期增量。供应端季节性偏紧的支撑进一步减弱。

海外出口压力大，需求端成品待去库



中国半钢胎样本企业产能利用率为79.81%，环比-0.21个百分点，同比-0.53个百分点。全钢胎样本企业产能利用率为68.71%，环比+0.56个百分点，同比-2.76个百分点。半钢胎企业开工率历史高位，但出货情况不及预期，成品库存天数同比大幅增加，拖拽周内样本企业产能利用率稍有走低。全钢胎企业库存小幅去化，但终端需求仍启动缓慢。

成品库存偏大，且面临海外出口压力。中美贸易摩擦加剧，市场担忧加拿大、墨西哥或对中国加征关税，海外订单遭受冲击，影响下游需求。

天胶3月份以下跌为主

选取 5 年 截至 2024 年 日历 最近12个月 月份 1 ~ 12 复权方式 不复权



天然橡胶3月通常季节性下跌，在4-5月正式开割前利空消息偏多，即便存在病害天气等影响，实际上橡胶初期产量较低，也难以对总产量有较大影响。

总结展望

我国天然橡胶以进口为主，2024年受异常气候及欧盟EUDR 影响，主产国出口下降且天胶部分被分流欧洲，2-10月我国进口量增速不及产胶国出口量增速。9月后，随着胶价高位及欧盟EUDR政策推迟，产胶国出口回流中国，但存在混合胶多、标胶少问题，造成深浅胶库存结构性矛盾，20号胶现货偏紧。

市场资金大量参与20号胶，借助库存及仓单低位推升20号胶期价并带动沪胶走升。随着1-2月海关进口数据公布，我国进口大增23%；高进口、累库偏慢、需求偏淡的数据间产生矛盾，由此推测标胶或存在隐形库存，20号胶仓单逻辑有所松动，行情迎来变局。

仓单新注册增加，港口现货偏宽松，3月中下旬船货或集中到港；叠加后续随着进入3月底国内产区逐渐开割，供应端减宽，市场拐点渐近，天然橡胶或迎来季节性下跌。天然橡胶中NR较RU强的局面也有所逆转。单边策略上，可逢高沽空，把握季节性套保机会；价差策略上可做多RU-NR价差。

中长期而言，橡胶产能面临大周期拐点，年内橡胶重心预计上移，但高胶价可能刺激割胶压制上涨想象空间。

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。



谢谢!

方正中期期货有限公司

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层 100020

16F, Tower A, ZT International Center, No.10 Chaoyangmen South Street, Chaoyang District, Beijing, China 100020