



第166期
2022年6月刊

沪胶 9-1 价差走势分析

沪胶 9-1 价差走势分析

永安期货研究院

摘要

从历史价差数据来看，沪胶 9-1 价差易在 6 月至 8 月呈现走扩趋势。经过分析，我们认为这主要和橡胶供需宽松格局下，09 合约的交割压力有关。沪胶交割品并不是下游消费的主流天然橡胶品种，导致新全乳往往都被注册成仓单，以交易所库存的形式存在，在库交割有效期导致年内最后一个主力合约往往承载巨大的交割压力，并在交割之际出现现货价格以及近月合约价格走弱，导致 9-1 价差走扩。供应端的产出季节

性与需求端的淡旺季的不匹配，进一步导致 09 合约相对弱势。

沪胶 9-1 价差遵循交割逻辑，接下来价差大概率会走扩；基本面来看，产出季节性增多，内需缓慢恢复，价差有望走扩。但当前的基差收敛程度较高，下游还处于主动去库过程，因此 9-1 价差走扩空间或有限。

风险点：割胶季产出受到大幅扰动；疫情进一步影响需求；宏观流动性风险。

一、9-1 价差逻辑分析

1、交割逻辑

上期所天然橡胶 RU 的交割标的是国产的全乳胶与国外的 3 号烟片胶，但由于烟片胶价格远高于全乳胶，所以天然橡胶库存期货主要为全乳胶。上期所规定国产天然橡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，超过期限没有交割完毕的仓单最晚在 11 月注销转为现货。

无论是烟片胶还是全乳胶，二者都不是下游

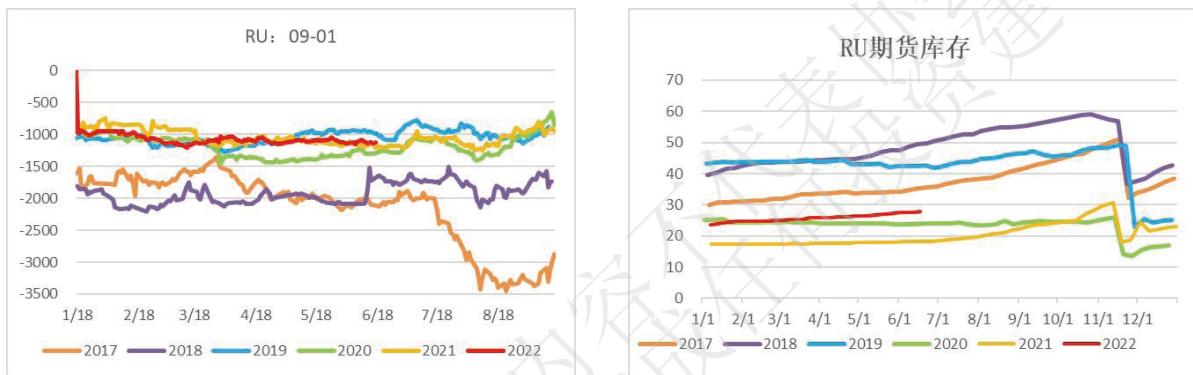
消费的主流天然橡胶品种，导致新全乳往往都被注册成仓单，以交易所库存的形式存在。每年的 09 合约和 11 合约会出现大量的前一年老胶仓单注销流转到现货市场。09 合约作为年度最后一个主力合约，往往承载巨大的交割压力，在 09 合约交割之际，现货价格以及近月合约价格走弱，导致 9-1 价差走扩。

2、基本面逻辑

基本面从供需层面解读。供应端，天然橡胶自身具有明显的季节性特征，01合约对应的是国内主产区的停割季，09合约则对应的是国内主产区的割胶季。因此01合约定价对应的是新一季的胶价，会出现一定的溢价。需求端，01合约可对应年底下游汽车销售的小高峰，而09合约对应的是需求淡季。需求淡季集中注销的仓单压力需要被市场消化，而全乳每年的产量相比需

求本就是过剩的，交割时需要给出比市场流通最大的胶种一定的贴水，让下游接纳使用老全乳或者下跌到近远月月差能够覆盖持仓成本，吸引正套入场接货。前期在期货大幅升水现货的情况下，随着09合约交割临近，盘面会逐步向现货靠拢，而01合约仍旧会对现货保持一定的升水。因此，01合约相对09合约价格会偏强。

图1：9-1价差；上期所仓单



数据来源：Wind、永安期货研究院

二、今年9-1价差走势回顾

今年上半年RU盘面出现了连续几个月的下跌。从交割机制来看，今年的全乳胶过剩与否及明年的供需预期对09合约的最终交割价格至关重要。图2可见新老全乳库存消化速度的确偏慢，且价格的连续下跌也没能刺激出消费增量，那么在仓单注销前都难以扭转供大于求的局面。从非标套利角度来看，即便今年的整体需求都不尽人意，但市场流通量更大的泰混相比全乳胶去库速度更快，于是套利盘基于泰混的高升水做空盘面。除以上两点外，今年疫情扰动对橡胶影响也非常

大，需求端的现实与预期都受到了严重冲击，导致胶价重心下移。

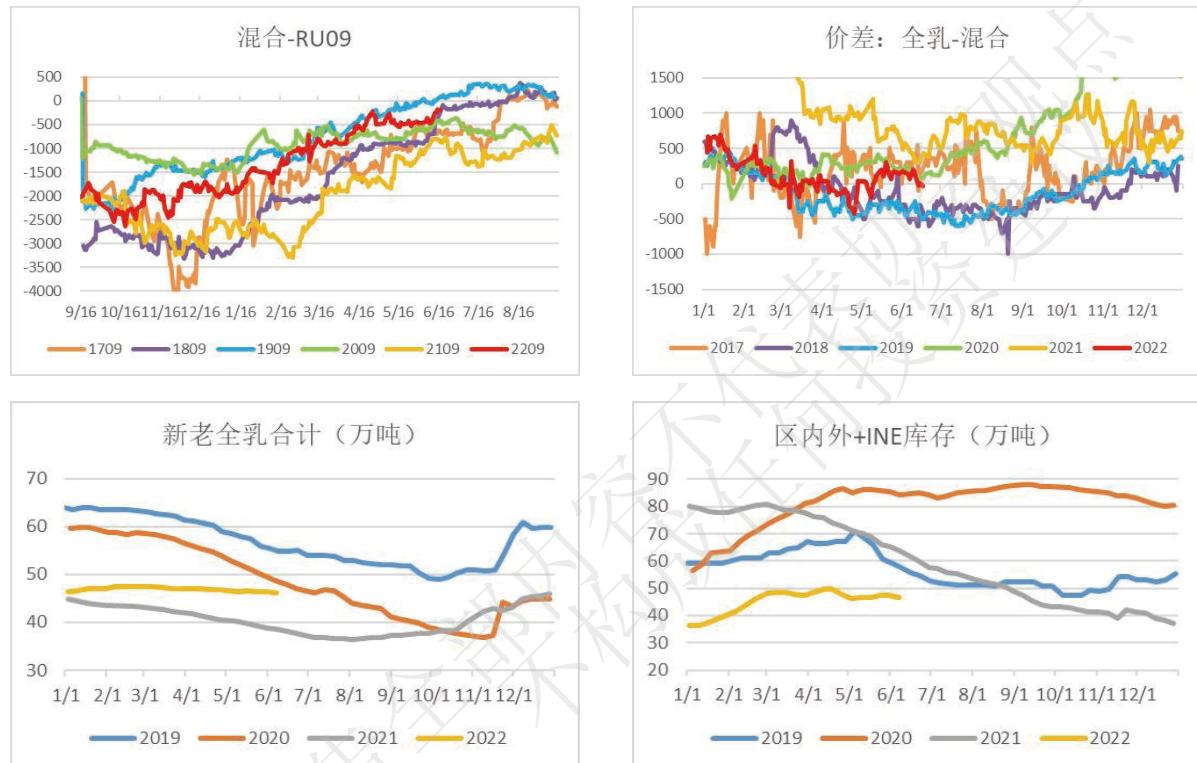
2301合约上市之初的9-1合约价差为-970元/吨，春节后由于天胶到港量比较大，且当时的需求尚未恢复，橡胶库存基本上停留在贸易环节而未流转到下游消费，造成现货价格与近月价格的持续走弱，9-1价差也开始走扩。3月中旬显性库存有所去化，现实端需求不佳但有较好的预期，1-9合约价差缓慢收缩至4月上旬，而后国内疫情的爆发与扩散对沪胶的现实与预期

造成了严重打击，胶价整体重心下移，9-1 价差出现震荡。

9-1 价差的理论成本为 9 月到第二年 1 月的持仓成本以及新老胶溢价，当前的价差在 1125 元 / 吨左右，可以覆盖持仓成本。但由于

01 合约对应的是新胶，易受到胶水成本支撑，如果 01 合约价格过低会使得国内胶农割胶积极性不足，胶水收购量减少，直接影响明年交割品数量，而 09 合约受到仓单逻辑主导，供需格局也难以出现扭转，因此 9-1 价差难以进一步缩小。

图 2：非标基差；全乳 - 泰混价差；天胶库存



数据来源：Wind、永安期货研究院

三、后续走势分析

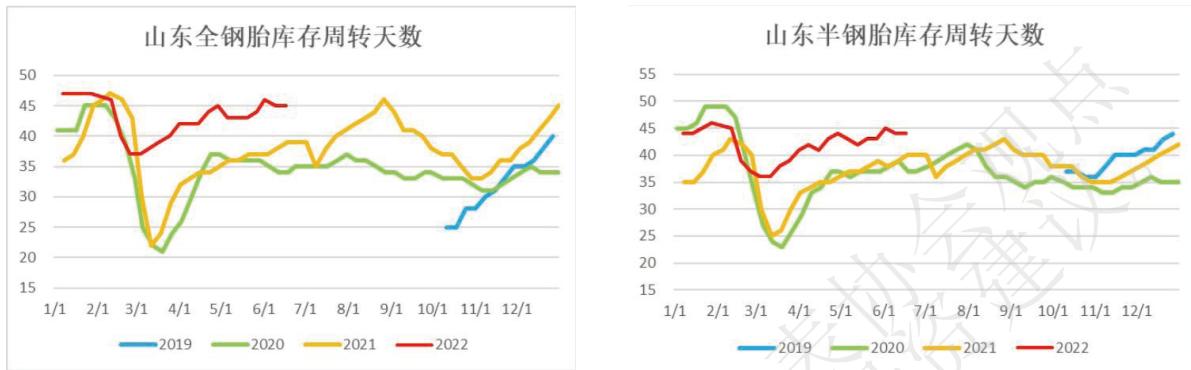
首先，沪胶 9-1 价差遵循交割逻辑，接下来价差大概率会走扩；其次需要关注基本面的情况判断具体走势。供应端，季节性产出逐步上量的趋势。国内产区，云南产区延续多雨状态影响割胶作业，但整体胶水产出逐渐增量；海南大部

分区域橡胶树长势好转，产胶量出现增加，海南远赴云南收购胶水热情降温，预计 6 月底 7 月初大面积开割；东南亚产区，泰国、越南等供应逐渐放量，近期雨水减少，原料胶水收购价格明显走低，产出大幅上量可能增加对胶价的压力。需

求端，当前是配套市场的淡季，替换市场有望出现季节性回升，因轮胎厂成品库存较高，原料采买以刚需为主。因此，消费相比疫情阶段可能继续出现环比回升，但同比依然清淡。

产出季节性增多，内需缓慢恢复，9-1价差有望走扩。但当前的基差收敛程度较高，下游轮胎厂还处于主动去库阶段，因此9-1价差走扩空间或有限。

图3：轮胎厂成品库存天数



数据来源：Wind、Mysteel、永安期货研究院

风险点：割胶季产出受到大幅扰动；疫情进一步影响需求；宏观流动性风险。

免责声明：

本报告内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经公司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。