



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-05-09

橡胶：胶价上涨的 3 种隐含结构

张正华

橡胶研究员

从业资格号：F0270766

交易咨询号：Z0003000

☎ 0755-23982459

✉ zhangzh@wkqh.cn

报告要点：

从 RU 和 BR 期权持仓结构来看，目前 RU 的主力市场结构直接做多意向强烈。BR 的主力市场结构直接做多意向比较强烈。从 RU01 月对 11 月价差结构来看，目前 RU 的主力市场结构隐含看多意向。

我们对胶价的观点是：胶价的下跌已经释放了多数风险，未来做多已经显示了性价比。未来我们准备待机转多，目前尚未直接转多。

如果一定要表达做多的意向，我们认为可以从期权和价差结构着手，逐步表达做多意向。

橡胶现货原料端的罕见下跌

2025 年 04 月 03 日，因为特朗普宣布贸易加关税事宜，整体商品期货价格大幅下跌。橡胶期货价格大幅下跌的同时，也带动了橡胶现货原料端的大幅下跌。

2025 年 04 月 08 日，泰国主流市场原料收购价（泰铢）：生胶片 56.22；烟胶片 60.39；胶水 56；杯胶 49.3。对比上一个交易日报价，大幅下跌 11 泰铢（4 月 8 日之前因节假日无报价）。

日期	烟片胶	胶水	杯胶	RU2505	NR2505
2025/4/2	71.79	68.5	60.5	16725	14495
2025/4/3	71.9	68.5	60.45		
2025/4/8	60.39	56	49.3	14755	12480
幅度	-15.88%	-18.25%	-18.51%	-11.78%	-13.90%

数据来源：WIND

一般情况下，从波动幅度角度看，现货原料端小于期货端。因为现货端牵涉到价格协商、合同签订和合同履行等一系列事宜，多数情况下，现货价格波动幅度普遍小于期货。

2025 年 4 月的下跌，现货原料的波动幅度大于期货波动幅度，这种现象较为罕见。

其次，我们仔细翻阅了过去 10 年的数据，发现这次下跌，是泰国杯胶现货原料端最大幅度的下跌（5 个交易日下跌的绝对值幅度）。

除了 2017 年橡胶大涨后的大跌之外，其余年份这么大幅度的大跌，过去 10 年，只发生 2014 年，2016 年，2020 年 3 次。可见这次大跌的幅度，有多么罕见。

指标名称	合艾杯胶FOB价 (泰铢)	胶水FOB 人民币价	合艾胶水FOB价 (泰铢)	杯胶1日 涨幅	杯胶5日 涨幅
2025-04-09	47.5	12149	57.5	-1.8	-12.85
2020-11-03	38.85	13830	64.3	-2.05	-6.05
2017-06-02	43	12393	62	-1	-6.5
2017-04-18	48	12506	62.5	-7	-8
2017-03-27	56	13314	68	-2	-7
2017-02-27	65	14126	72	0	-7
2017-02-24	65	13930	71	-3.5	-9
2016-05-24	40.5	-	54	-1.5	-5.5
2014-04-23	48	-	58	-1	-6

数据来源：WIND

这次现货原料的罕见下跌，可能反应了事件冲击对现货端定价不同寻常的影响力。

这究竟意味着什么呢？

视角 A：该事件对价格的影响，是事件冲击型影响，影响偏短期，会逐渐消失。事件冲击对价格的影响属于异常值，应该被单独处理。

该视角的不足之处在于：目前事件发生已经经历了近 1 个月时间，期货价格的反弹幅度偏小，价格尚未恢复。其次，哪些事件属于事件冲击，哪些事件不属于事件冲击，各市场参

与者观点差异比较大。

视角 B:

2024 年以来，橡胶一直作为一个强势品种。因为泰国天气干旱，泰国增产模式变动到减产模式的市场预期，橡胶价格涨幅在商品中一直偏强。而橡胶需求平淡甚至偏弱的叙事模式，一直被市场忽略。整体胶价的上涨，讲述的是供给为主的叙事模式。

2025 年 4 月的事件冲击，可能让市场重新回到了需求偏弱的叙事模式。或者说，市场从强调供应为主，过渡到强调供需两项因素的叙事模式。

该视角的不足之处在于：如何界定市场会采取哪种叙事模式。

视角 C:

橡胶价格的季节性规律，一季度容易出高点，下半年容易涨。这么浅显易懂的行业性规律，为什么要违反。上半年待机做空理所当然。一定要看多的，可以暂时不做，等下半年做多。

该视角的不足之处在于：如何应对胶价 2024 年上半年的上涨。

视角 D:

按照技术分析视角对待。价格突破 N 日均线多头思路。跌破 N 日均线空头思路。N 的取值，按照个人偏好。比如这次 4 月的下跌，典型的快速下破箱体和 5 日线，显示空头趋势。

该视角的不足之处在于：橡胶在多年的实盘大赛中，经常名列参赛选手亏损额最多的几个品种之一。原因在于胶价趋势性不强，按照技术分析入场容易触发反复止损。

标的	标的合约	平值行权价	量 - PCR	量 - PCR 变化	仓 - PCR	仓 - PCR 变化	额 - PCR	额 - PCR 变化
甲醇	MA506	2,325	1.09	0.56	1.47	0.07	0.99	0.47
橡胶	RU2509	14,750	0.64	0.11	0.39	0	1.14	0.26
合成橡胶	BR2506	11,200	1.21	0.88	0.57	0.11	1.43	1.05
苯乙烯	EB2506	7,100	1.29	-0.47	1.38	-0.03	1.85	-0.47
原油	SC2506	485	1.13	0.15	0.92	0.07	1.45	0.31
液化气	PG2506	4,400	0.95	-0.12	0.85	0.03	1	-0.18
对二甲苯	PX509	6,200	0.4	-0.63	0.79	-0.07	0.77	0.05
PTA	TA506	4,550	1.21	0.49	1.18	0.08	1.17	0.64
乙二醇	EG2506	4,200	0.67	0.06	0.71	-0.03	1.06	-0.18
短纤	PF506	6,200	0.58	-0.09	0.74	0.02	0.6	-0.08
聚丙烯	PP2506	7,200	1.45	-0.52	1.14	0.1	1.59	0.09
聚氯乙烯	V2506	4,850	0.74	0.42	0.38	0.01	0.96	0.39
塑料	L2506	7,300	1.39	0.42	1.07	0.04	1.17	-0.07
烧碱	SH509	2,440	0.84	0.16	0.44	-0.05	1.34	0.29
纯碱	SA509	1,380	0.47	0.01	0.4	0.01	0.42	0.04
尿素	UR509	1,740	0.89	0.52	0.6	0.03	1.25	0.82

数据来源：WIND

合成橡胶（BR2506）期权持仓结构对胶价的隐含看法

我们选取了 2025 年 4 月 29 日收盘的期权市场数据。

量-PCR: 1.21 (+0.88): 短期交易情绪转向看跌。

量-PCR=1.21 (>1) 表明当日看跌期权成交量是看涨的 1.21 倍, 且变化值+0.88 (增幅高达 267%) 创表格中最大增幅, 显示短期空头交易活跃度显著的增加。

原因可能在于: 原油下跌, 合成胶成本塌陷、轮胎厂采购预期减少有关, 短线投机者集中押注下跌。

仓-PCR: 0.57 (+0.11): 持仓结构偏多, 但空头开始布局。

仓-PCR=0.57 (<1) 说明看涨期权持仓量是看跌的 1.75 倍, 中长期资金看涨。但变化值+0.11 显示看跌持仓占比小幅上升, 部分投资者开始短线对冲风险。

对比差异: 相比同类品种天然橡胶 (RU2509 仓-PCR=0.39), 合成橡胶持仓看涨倾向较弱, 或反映市场对原油其成本端预期相对悲观。

额-PCR: 1.43 (+1.05): 资金加速押注下跌。

额-PCR=1.43 (>1) 且变化值+1.05 (增幅达 276%), 表明资金大量买入看跌期权。

结合原油 (SC2506) 额-PCR=1.45 的同步高位, 推测市场暗含的逻辑可能是:

成本端联动: 原油价格下跌导致合成橡胶原料 (丁二烯等) 成本下降预期;

产业卖出套保: 合成橡胶生产商贸易商锁定未来售价, 防止库存贬值;

投机做空: 技术破位引发技术面交易跟风抛售。

值得关注的关键点:

短期看跌 (量、额-PCR 双高) VS 中期持仓偏多 (仓-PCR<1)。

与原油 (SC2506) 联动:

BR2506 额-PCR 变化+1.05 与原油额-PCR 变化+0.31 同步, 验证成本传导逻辑, 需关注 WTI 原油是否跌破 80 美元/桶的关键位。

结论: 合成橡胶 BR2506 市场呈现“短线抛售+产业套保增加+中期多头松动”的三重特征, 结合 5 月丁二烯进口报价及轮胎厂开工率数据, 判断空头动能持续性。若量-PCR 持续高于 1.2 且仓-PCR 突破 0.6, 则可能形成趋势性下跌。

警惕波动风险: 若 BR2506 期货价格跌破 11000 元/吨, 可能触发止损盘加速下跌。

跨品种对冲: 若持有天然橡胶 (RU2509) 多头, 短线可适量做空 BR2506, 对冲宏观风险。

天然橡胶 (RU2509) 期权持仓结构对胶价的隐含看法

橡胶 RU2509 的数据:

量-PCR = 0.64, 变化值+0.11

仓-PCR = 0.39, 变化值 0.00

额-PCR = 1.14, 变化值+0.26

量-PCR（成交量看跌认购比）：0.64（+0.11）。

短期情绪分歧：

量-PCR=0.64（<1）表明看涨期权成交量是看跌的1.56倍（1/0.64），短期交易者更倾向押注价格上涨。但量-PCR变化+0.11显示看跌成交占比上升（如昨日量-PCR=0.53），暗示部分资金开始对冲潜在下跌风险。

暗含市场观点：橡胶价格近期可能面临技术性回调，部分投资者提前买入看跌期权保护多头头寸，但整体市场仍以看涨交易为主。

仓-PCR（持仓量看跌认购比）：0.39（0.00）。

中期看涨共识：

仓-PCR=0.39（远<1）说明看涨期权持仓量是看跌的2.56倍（1/0.39），反映中期投资者布局价格上涨。仓-PCR变化0.00表明持仓结构未发生变动，多头未因短期波动减仓。

数据对比：相比合成橡胶（BR2506 仓-PCR=0.57），RU2509的持仓看涨倾向更明显。或与天然橡胶季节性预期（如泰国开割前的原料采购，轮胎厂补库，政策预期等等）相关。

额-PCR（成交额看跌认购比）：1.14（+0.26）。

资金逆向布局：

额-PCR=1.14（>1）显示看跌期权成交额占比更高，结合额-PCR变化+0.26（增幅达29.5%），表明资金短线流入看跌合约。

暗含市场观点：对冲风险：产业资金（如橡胶贸易商）通过买入看跌期权锁定销售价格，防范现货下跌；

主动做空：投机资金押注东南亚割胶旺季（5月）带来的供应压力。

多头谨慎：若RU2509期货价格接近14500元/吨，需观察能否突破箱体下沿，谨防资金抛压；

对标其他品种的异常值验证：从合成橡胶（BR2506）：仓-PCR=0.57（持仓看涨），与RU2509类似，反映天然橡胶与合成橡胶的产业链预期中期看多。

结论：橡胶RU2509市场呈现“短期看涨交易活跃、中长期持仓看涨”的特征。后续我们会结合泰国天气和供应放量情况，综合判断胶价的方向。

天然橡胶和20号胶持仓结构对胶价的隐含看法

我们选取RU2509合约，在2025年4月2日（下跌前）、4月30日（节假日前）两个交易日的持仓数据：

前20主力多头 63762, 64962, 1200；小幅加仓，并未显著减仓。

前20主力空头 81553, 81240, -313；小幅减仓，并未显著减仓。

从RU2509持仓结构来看，并未显示做多，或者边际做多的迹象。

我们选取NR合约（最近的4个合约，并加总累计），在2025年4月2日（下跌前）、

4月30日（节假日前）两个交易日的持仓数据：

前20主力多头 132430, 89574, -42856；大幅减仓。

前20主力空头 139630, 91764, -47866；大幅减仓。

多：空从 1: 1.0543, 下降到 1: 1.0245, 下降 0.0299。

从NR持仓结构来看，随着价格下跌，多空双方大幅减仓，市场分歧变小。市场仍然空头小幅占优，但优势程度有所降低，基本为中性状态。

从NR持仓结构来看，目前并未显示做多的迹象。

RU价差结构对胶价的隐含看法

RU2601对RU2511价差，从1000左右跌至650-800元区间。此价差区间，处于历史的低位。并且价差来回震荡，有筑底迹象。

如果市场认为未来需求有所改善，或者国储将进一步收储2025年生产的橡胶，此价差将会上涨。

历史上01月合约，由于摆脱了现货的压制，历来作为上涨的弹性标的。

因此我们认为此价差结构的筑底和上涨，是价格上涨的隐含看法。

我们对胶价的看法

从宏观交易者视角看，美国加关税事宜的影响难言结束，出口下降的数据可能会陆续展开。4月初的下跌虽然释放了较多风险，但宏观的不确定性却难言结束。市场交易衰退的预期，处于什么阶段，到底什么时候结束，至少需要一段时间进行观察和评估。对于橡胶而言，是否转多，何时转多均需要时间观察和评估。

从橡胶产业链视角看，橡胶供应方面，当前天气表现正常，中国，越南，泰国东北部陆续开割，5月中旬泰国南部陆续开割。既有泰国南部开割初期，加工厂囤积原料导致的现货坚挺（从而带来短期的价格反弹），也有开割的市场供应增加的预期（对价格的压制）。当前，港口库存累库不明显，供应对胶价压制有限。需求方面，终端市场需求弱，轮胎库存消化偏慢，整体需求偏弱。对于橡胶而言，季节性转多一般在3季度。当前可能存在短期交易机会。需要持续观察和评估。

从RU和NR持仓结构来看，目前NR主力空头离场，但尚未直接做多。目前RU的主力市场结构依旧，未直接做多。

从RU和BR期权持仓结构来看，目前RU的主力市场结构直接做多意向强烈。BR的主力市场结构直接做多意向比较强烈。从RU01月对11月价差结构来看，目前RU的主力市场结构隐含看多意向。

我们对胶价的观点是：胶价的下跌已经释放了多数风险，未来做多已经显示了性价比。未来我们准备待机转多，目前尚未直接转多。

如果一定要表达做多的意向，我们认为可以从期权和价差结构着手，逐步表达做多意向。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn