

20 号胶与汽车联动, NR 期货与产业共生

——国投安信期货汽车行业深度报告

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

一、引言：橡胶产业与汽车产业发展密不可分	3
二、以 NR 为例：发挥 20 号胶功能，服务实体经济发展	4
（一）全球同类规模第一，市场流动性较充裕	4
（二）市场结构不断优化，风险管理不断提高	6
（三）价格发现功能显著，成为行业定价基准	8
三、以史为鉴：20 号胶深度参与全球汽车产业演变	10
（一）汽车产业起源，天然橡胶成长	10
（二）汽车产业崛起，天然橡胶繁荣	11
（三）汽车产业繁荣，20 号胶兴起来	12
（四）汽车产业竞合，胶市盛极转衰	16
四、以邻为鉴：日胶随着日本汽车产业衰弱而萎缩	25
（一）日本汽车衰弱，日胶逐渐萎缩	25
（二）日本汽车出海，新胶逐渐活跃	27
五、总结建议：20 号胶是汽车产业发展的温度计	30

胡华钊

高级分析师

从业资格证号：F0285606

投资咨询号：Z0003096

个人简介：

国投安信期货高级分析师，在中国证券报、期货日报、文华财经等媒体发表近百篇文章，主要负责天然橡胶、20 号胶、合成橡胶等品种的研究。

摘要

本文一方面从“以史为鉴”的视角来分析橡胶产业发展与汽车产业发展之间密不可分的关系：汽车产业的发展离不开轮胎产业，轮胎产业的发展离不开天然橡胶产业，尤其是被尊称为“轮胎专用胶”的20号胶。反之亦然，轮胎产业的发展得益于汽车产业，天然橡胶产业的发展得益于轮胎产业。另一方面从“以邻为鉴”的角度来总结橡胶期货市场与汽车产业发展的经验教训：全球汽车和轮胎等终端消费市场的发展变化最终导致天然橡胶市场的变化，日本、德国、美国等国家汽车产业发展重心由国内转向海外，东京商品交易所未能顺应全球汽车产业和天然橡胶产业发展的趋势，既没有大力完善和改革RSS3期货市场，也没有提前布局 and 开拓STR20号胶期货市场，最终导致其在全球市场影响力日渐式微。

在“一带一路”和“碳达峰碳中和”国家发展战略目标下，中国20号胶期货市场也应该紧跟国内外发展趋势，聚焦汽车全产业链，保障20号胶原材料供应链稳定，助力于中国从传统的汽车大国逐渐迈向新型的汽车强国，服务于中国本土汽车产业加快“走出去”步伐，更深入地参与到新一轮的全球化进程中，为中国汽车产业进一步发展壮大做出应有的贡献。

一、引言：橡胶产业与汽车产业发展密不可分

天然橡胶是指从三叶橡胶树上采集的天然胶乳，经过稀释后加酸凝固、洗涤、压片、干燥等加工工序而制成的弹性固状物。它具有高弹性、绝缘性、不透水、比重低等优良性能，经过适当处理后还具有耐磨、耐压、耐油、耐酸、耐碱、耐热、耐寒等诸多优点。因此，天然橡胶用途极其广泛，是一种非常重要的战略物资，具有农产品和工业品的双重属性，与石油、煤炭、钢铁一起并称为世界四大基础工业原料，与石油、铁矿石和有色金属一起并列为中国四大紧缺型工业原料。目前，天然橡胶已经广泛应用于汽车工业（轮胎、胶管、胶带、传动带、减震制品、密封制品等），军事工业（飞机、大炮、坦克、火箭、卫星、宇宙飞船、航空航天等），建筑领域（防水卷材、防震垫、管道密封件等），医疗卫生领域（医用手套、输液管、止血带、安全套等），电子领域（电子密封件、电子绝缘件、电子胶水），还有日常生活、运动器材等领域。天然橡胶的特性和优势可以适应各种复杂的情况，为相关领域发展提供高品质的材料，为其他物资不可替代。随着社会经济的不断发展和科学技术的不断进步，天然橡胶的应用领域还在不断扩大，为日常生活和工作提供更多便利和安全。简言之，天然橡胶在国民经济发展和国防安全建设过程中具有极其重要的地位和作用。

中国天然橡胶（RU）期货于1993年3月27日上市，至今已长达三十年之久，20号胶期货（NR）于2019年8月12日上市，至今也有四年时间，合成橡胶期货（BR）于2023年7月28日上市，这一系列的操作都是为了满足中国相关企业规避风险和稳健经营的迫切需求，顺应中国汽车产业和轮胎产业的发展趋势，服务中国实体经济、碳达峰碳中和与一带一路的发展战略。如今，中国已经发展成为全球第一大天然橡胶消费国、第一大20号胶消费国、第一大轮胎生产国和第一大汽车产销国。

本文着重于从纵向的视角来分析橡胶产业发展与汽车产业发展之间密不可分的关系，从横向的角度来总结橡胶期货市场与汽车产业发展的经验教训。基于汽车产业的发展离不开轮

胎产业，轮胎产业的发展离不开天然橡胶产业，尤其是被尊称为“轮胎专用胶”的20号胶已经发展成为全球天然橡胶产业中市场规模最大、最具代表性的品种。反之亦然，轮胎产业的发展得益于汽车产业，天然橡胶产业的发展得益于轮胎产业，毕竟全球大约70%的天然橡胶应用于轮胎产业，其中大约80%使用20号胶。据不完全统计，一辆载重汽车需要消耗240千克橡胶，一辆普通乘用车需要400~500个非轮胎橡胶配件，汽车工业用非轮胎类橡胶制品品种大约1200种，规格超过8500个。

二、以 NR 为例：发挥 20 号胶功能，服务实体经济发展

2018年6月12日，20号胶作为特定期货品种立项申请获得中国证监会的批复同意，2019年8月12日，20号胶在上海国际能源交易中心挂牌上市，创造性地采用了“国际平台、净价交易、保税交割、人民币计价”的交易模式，全面引入境外交易者参与。实际上，20号胶期货顺利上市和平稳健康运行，是继天然橡胶上市之后期货市场服务实体经济的又一重大创举，为产业链相关企业提供了更接地气的风险管理工具。

（一）全球同类规模第一，市场流动性较充裕

自从在上海国际能源交易中心上市以来，中国20胶期货市场规模节节攀升，成交量和持仓量已经全面超越世界同类品种，并且持续位于世界同类衍生品市场前列，为20号胶投资者提供了比较可观的流动性。

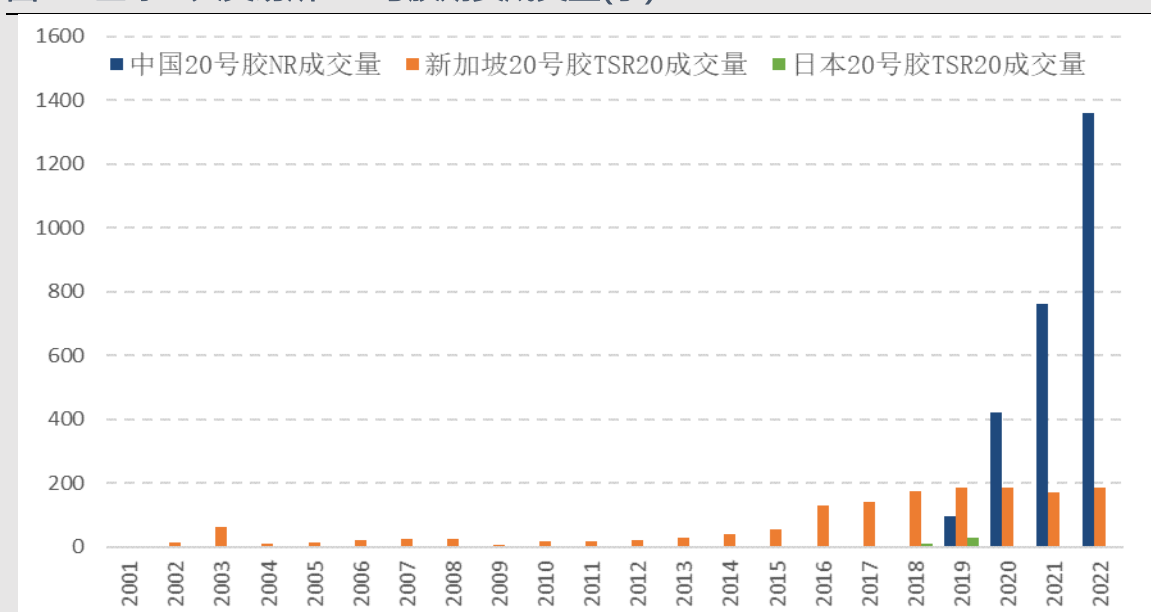
（1）交易量方面

从纵向来看，2019年8月上市以来，上海国际能源交易中心20号胶期货月度成交量逐

渐增加，由最初的 7.5 万手逐渐增加到 2023 年 8 月份的 160 万手左右，增幅接近 20 倍，月度平均成交量达到 76.58 万手。

从横向来比，2020 年至 2022 年，中国 20 号胶期货成交量排名第一，分别为 422.8、759.7 和 1359.2 万手（1 手=10 吨）；新加坡 20 号胶期货成交量排名第二，分别为 184.0、169.2 和 186.7 万手（1 手=5 吨）；而日本 20 号胶期货成交量排名靠后，分别由 0.11、0.02 和 0.01 万手（1 手=5 吨）。

图 1：全球三大交易所 20 号胶期货成交量(手)



资料来源：文华财经，国投安信期货，备注：中国 1 手=10 吨，新加坡和日本 1 手=5 吨

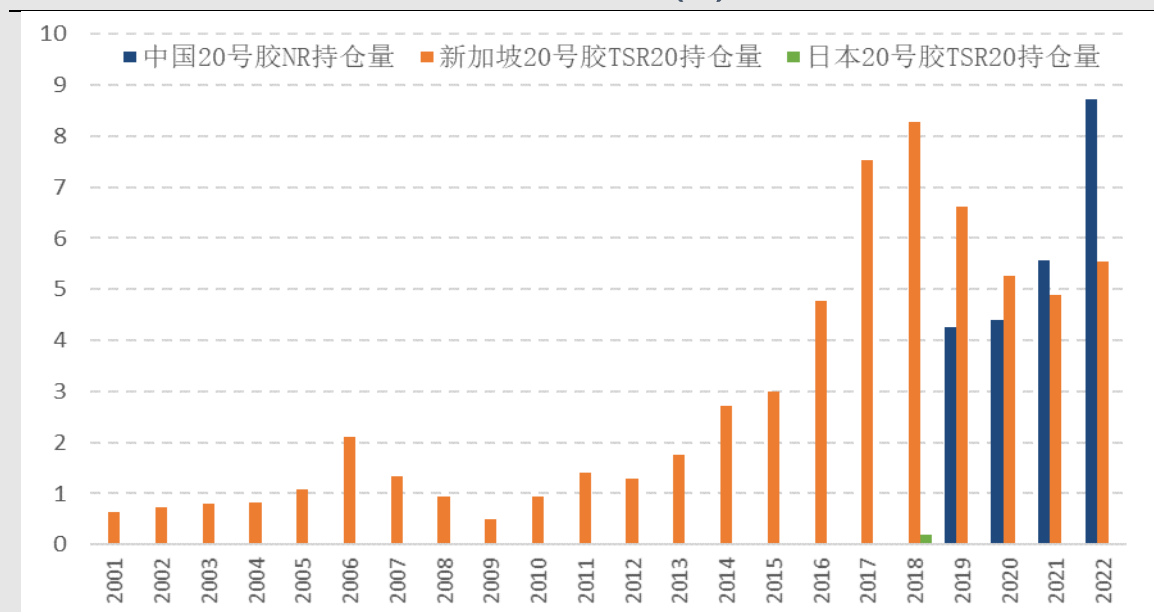
（2）持仓量方面

从纵向来看，2019 年 8 月以来，中国 20 号胶期货月末持仓量逐渐增加，由最初的 1.44 万手增加到 2023 年 8 月的 11.53 万手左右，增幅超过 7 倍，月末平均持仓量达到 5.8 万手。

从横向来比，2019 年至 2022 年，中国 20 号胶期货流动性逐渐增加，期末持仓量分别

为 4.25、4.40、5.57 和 8.71 万手（1 手=10 吨）；新加坡 20 号胶期货流动性有所减弱，期末持仓量分别为 6.62、5.25、4.88 和 5.55 万手（1 手=5 吨）；日本 20 号胶期货流动性明显衰竭，期末持仓量由 0.01 降至 0 万手（1 手=5 吨）。

图 2：全球三大交易所 20 号胶期货期末持仓量(手)



资料来源：文华财经，国投安信期货，备注：中国 1 手=10 吨，新加坡和日本 1 手=5 吨

（二）市场结构不断优化，风险管理不断提高

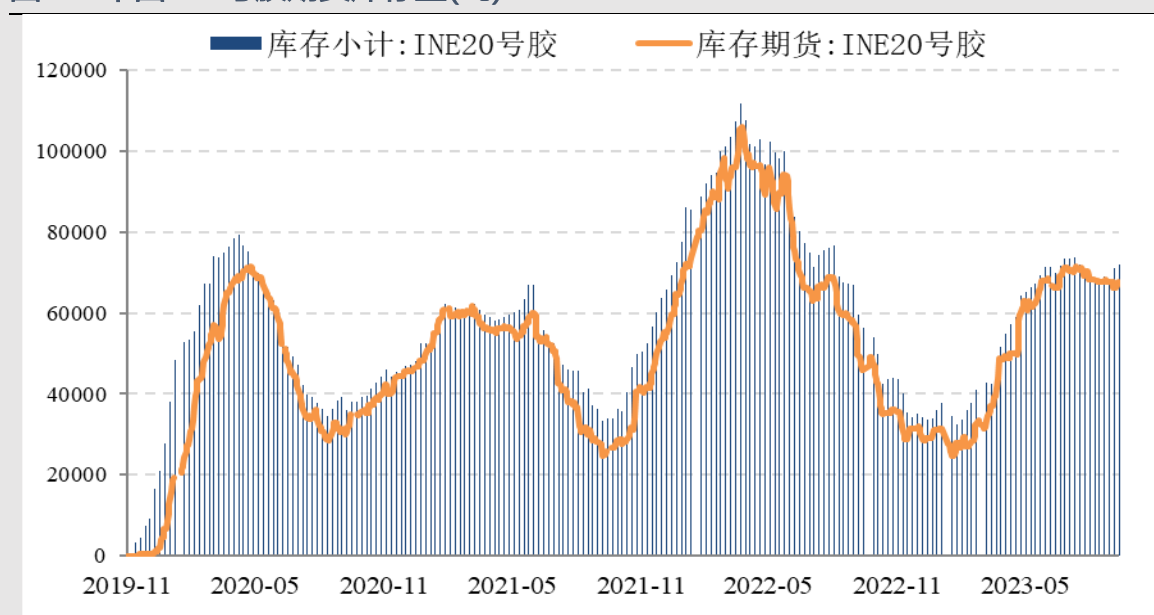
目前，中国 20 号胶期货在国内已设立交割仓库 11 个，可供交割的货源规模较大，可用库容比较足，已经达到 30.5 万吨，国内交割仓库分布合理，主要分布于销区集中地山东(7 个)和上海(3 个)，以及国内重要产区之一的海南(1 个)，为企业开展套期保值和实物交割提供了坚实基础。此外，中国 20 号胶期货已经批准了四个国家 25 家企业的 37 家工厂的产品为注册商品，其中中国 4 家、泰国 16 家、马来西亚 2 家和印度尼西亚 3 家企业，在全球范围内具备广泛的代表性，为最大消费国和主要生产国之间的合作发展提供了金融桥梁。

从参与情况来看，在中国 20 号胶期货的参与结构中，法人机构参与度很高，境外参与占

有一定比例，市场参与者结构比较理想。上海期货交易所统计数据显示，20 号胶期货法人机构客户的成交占比超过 60%，持仓占比超过 70%，境外客户的成交占比大约 10-20%，持仓占比大约 5%。其中，境外客户主要来自新加坡、泰国和中国香港等，并广泛参与到 20 号胶期货的交易和交割过程中。

从库存情况来看，2020 年以来，中国 20 号胶库存小计总体在 2 至 11.2 万吨之间波动，库存期货总体在 0.2 至 10.6 万吨之间波动，2020-2022 年 20 号胶库存小计年平均值为 5.18、5.32 和 7.57 万吨，库存期货年平均值为 4.34、4.75 和 6.76 万吨。

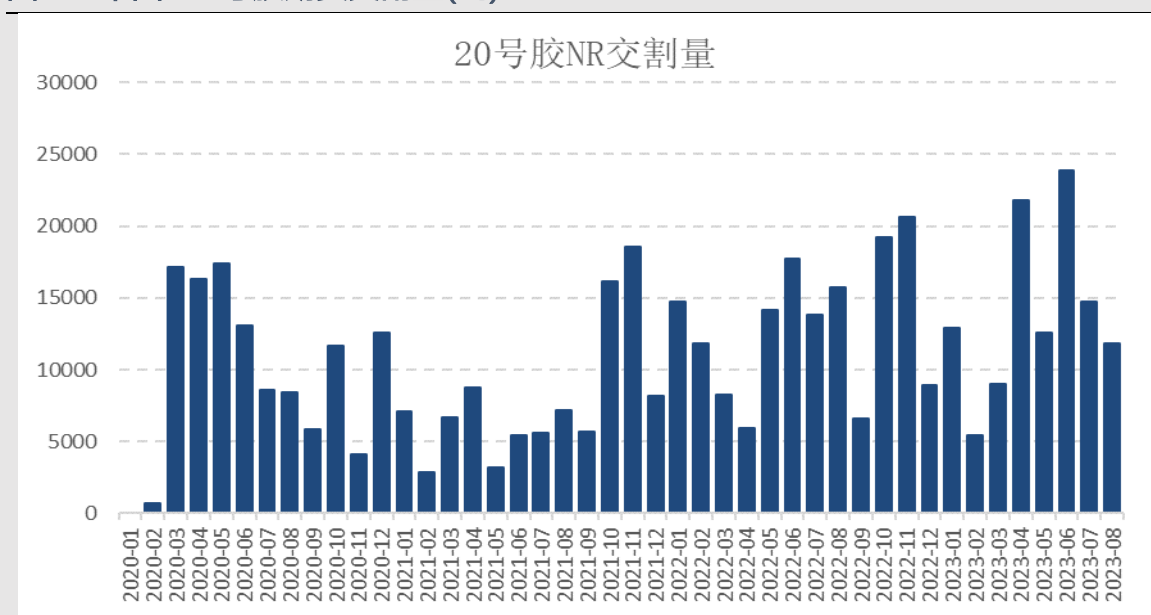
图 3：中国 20 号胶期货库存量(吨)



资料来源：上海国际能源交易中心，国投安信期货

从交割情况来看，中国 20 号胶期货套期保值交易量比较大，成交方面保持逐月连续活跃的格局，交割方面基本上保持逐月滚动的状态，月度交割量总体上维持在 5000 吨至 25000 吨之间，月平均交割量达到 11180 吨。

图 4：中国 20 号胶期货交割量(吨)



资料来源：上海国际能源交易中心，国投安信期货

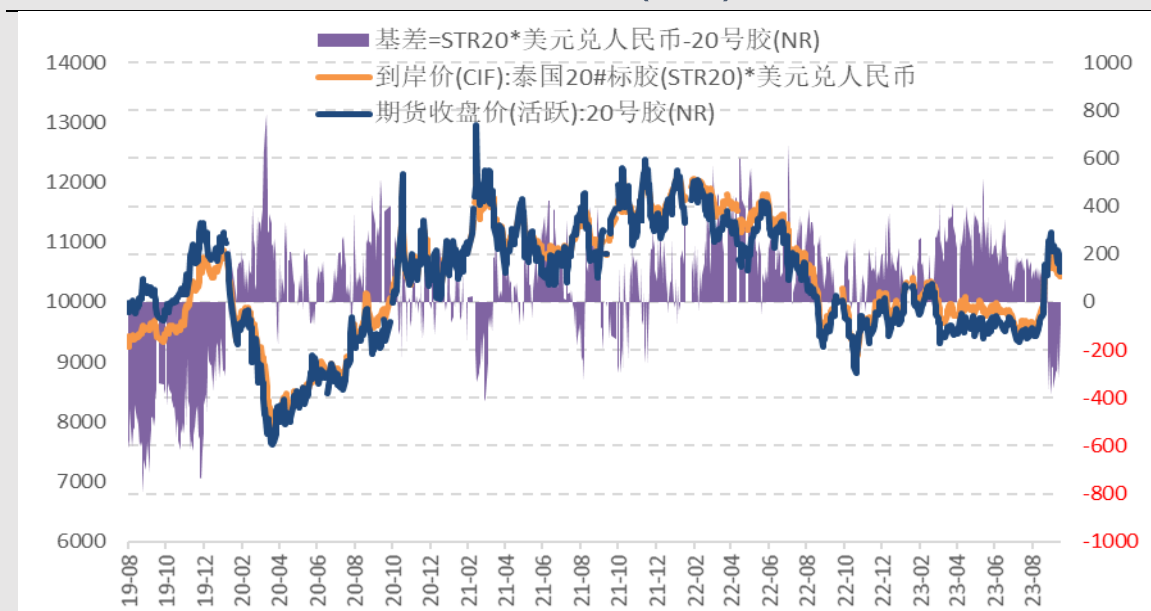
（三）价格发现功能显著，成为行业定价基准

从期现价差来看，中国 20 号胶期货价格与现货价格一直保持着极高的正相关性，价格联动非常密切。统计数据显示，自 2019 年 8 月 12 日上市以来，中国 20 号胶期货与泰国 20 号胶青岛港到岸价(CIF)、泰国 20 号混合胶现货价格的相关系数分别达到 97%和 98%。与此同时，20 号胶期货价格与现货价格之间的价差波动范围逐渐缩窄，上市初期基本上在-800 至 800 元/吨波动，目前的波动范围大幅回落至-400 至 400 元/吨波动，历史平均值在 70 元/吨一线附近。

从月间价差来看，与天然橡胶等国内多数商品期货主力合约均为 1 月、5 月和 9 月的局面完全不同的是，20 号胶期货主力合约与铜、原油等国际主流商品期货保持逐月滚动的格局。20 号胶近月合约期货价格与远月合约期货价格走势基本保持一致，价差结构日趋合理。自上市以来，近远月合约两者相关系数高达 98%，月间价差主要波动范围回落至-400 至 200 元/吨波动，历史平均值在-200 元/吨一线附近，基本上反映了 20 号胶现货市场在不同阶段所

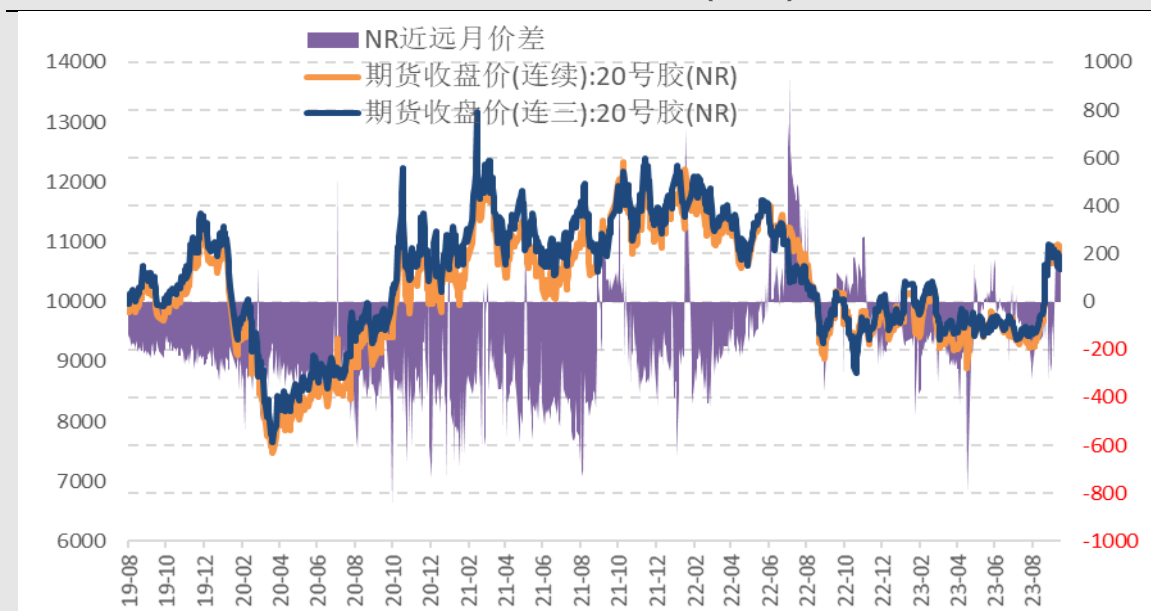
处的真实状态。

图 5：中国 20 号胶期货价格和现货价格走势(元/吨)



资料来源：隆众资讯，上海国际能源交易中心，国投安信期货

图 6：中国 20 号胶近月与远月合约期货价格走势(元/吨)



资料来源：上海国际能源交易中心，国投安信期货

上海期货交易所的统计数据还显示，2022 年境内外天然橡胶产业链头部企业以 20 号胶期货作为天然橡胶跨境贸易定价基准所挂钩的实货贸易量近 140 万吨，货值逾 150 亿元，大约占中国天然橡胶进口量近三成。

总体来说，中国 20 号胶期货市场充分地反映了国内外经济形势、行业供需格局和现货市场状况，有效地发挥了价格发现、套期保值、规避风险和资源配置等功能，逐渐得到产业链相关人士的认可，已经成为全行业重要参考指标或定价基准。

三、以史为鉴：20 号胶深度参与全球汽车产业演变

汽车产业是国家经济发展的主要支柱产业之一，也是工业非常重要的组成部分，并且能够带动相关产业链的发展，包括钢铁、橡胶和塑料等生产材料，汽车销售以及汽车零部件，交通运输部门等相关产业，为社会提供了大量的就业岗位。

（一）汽车产业起源，天然橡胶成长

公元 15-16 世纪，欧洲人最早发现和记录天然橡胶，意大利著名航海家哥伦布在美洲进行航行探险时接触到天然橡胶。18 世纪初第一次工业革命在欧洲萌芽，60 年代出现爆发之势，尤其是纺织机、蒸汽机、汽船和火车等发明，标志着以机器替代手工的“蒸汽时代”开启，随后全球工业化进程开始加速，新技术和新材料发现和发明逐渐增多。与此同时，欧洲人也率先开展天然橡胶的研究，并制作出医用软管、防水材料等。1820 年在英国伦敦建立第一个橡胶加工厂，生产出马车上用来避雨的防水布。

19 世纪后期，现代汽车起源于欧洲，1886 年德国人卡尔·弗里特立奇·本茨研制成功

了单缸汽油发动机，发明了第一辆不用马拉的三轮汽车，随后成立了世界上第一家汽车制造公司——奔驰汽车，由此掀开了汽车制造业的序幕。1901 年德国有 12 家汽车厂，产量 884 辆，1908 年德国汽车厂达到 53 家，产量达到 5547 辆。19 世纪 30 年代后期，美国人 Goodyear 发明硫化橡胶，随后胶布、胶鞋、胶管、胶板等橡胶制品陆续生产出来，标志着天然橡胶工业体系开始形成。

第一次工业革命的兴起迅速带动了天然橡胶市场成长，天然橡胶逐渐发展成不可或缺的工业原材料之一。1820 年全球天然橡胶需求量大约 30 吨，1960 年全球消费量增加到 0.3 万吨，1910 年全球需求量进一步增长到 10.5 万吨，极大地刺激了天然橡胶种植、加工和贸易行业茁壮成长，在这一阶段人们主要致力于发现和利用野生天然橡胶。

（二）汽车产业崛起，天然橡胶繁荣

19 世纪 70 年代，以电力、汽车为典型的第二次工业革命爆发，天然橡胶既满足了电力行业对绝缘材料的要求，又满足了汽车行业对轮胎和橡胶制品的需求，米其林、固特异、大陆、倍耐力、普利司通等目前世界排名前列的橡胶轮胎公司纷纷建立起来。

20 世纪初期，现代汽车崛起于美国，以福特汽车为代表，推出了首款流水线化制造的 T 型车，既降低了汽车生产成本，又提高了汽车生产效率，汽车产量不断提升，标志着汽车生产制造进入了一个新时期。1914 年美国汽车产量达到 48.5 万辆。1930 年欧美汽车产量达到 500 万辆，1950 年全球汽车产量达到 1200 万辆，其中美国 800 万辆、英国 80 万辆、法国 35.7 万辆、德国 30 万辆和日本 6.7 万辆。1949 年新中国成立后，国家百废待兴，中国汽车完全依赖进口，国产汽车一片空白，开始进入自主探索的起步阶段，汽车从无到有，产量由 0 到 14 万辆。1957 年 7 月，中国第一个汽车生产厂在上海诞生，从此结束了中国没有自己汽车工业的历史。

与此同时，全球天然橡胶需求迅猛增加，天然橡胶贸易蓬勃发展，天然橡胶市场逐渐走向繁荣，尤其是 20 世纪初巴西三叶橡胶苗在东南亚的种植与栽培取得成功，标志着天然橡胶种植工业的形成，从此迈入到人工栽培和开发的阶段。20 世纪 30 年代“黄叶病”在南美洲大爆发，加快了当地天然橡胶产业的衰退，生产集中地由南美洲地区逐渐转移至东南亚地区，世界贸易枢纽也由英国伦敦逐渐转移至新加坡。其中，印度尼西亚是大规模种植天然橡胶树的起源地，二战前夕成为世界上最大产胶国。中国天然橡胶种植开始于 1904 年，云南爱国人士从海外购买橡胶树苗艰难运到云南，才建起了第一个橡胶园，随后海南也开始从海外引入橡胶苗，尝试建立橡胶种植园。到 1949 年中国天然橡胶种植面积仅 3000 公顷，年产量不到 200 吨。新中国成立之前，中国在广州、上海、山东等地建立了天然橡胶加工厂，主要生产胶鞋、轮胎，但大多数橡胶厂是作坊式生产。

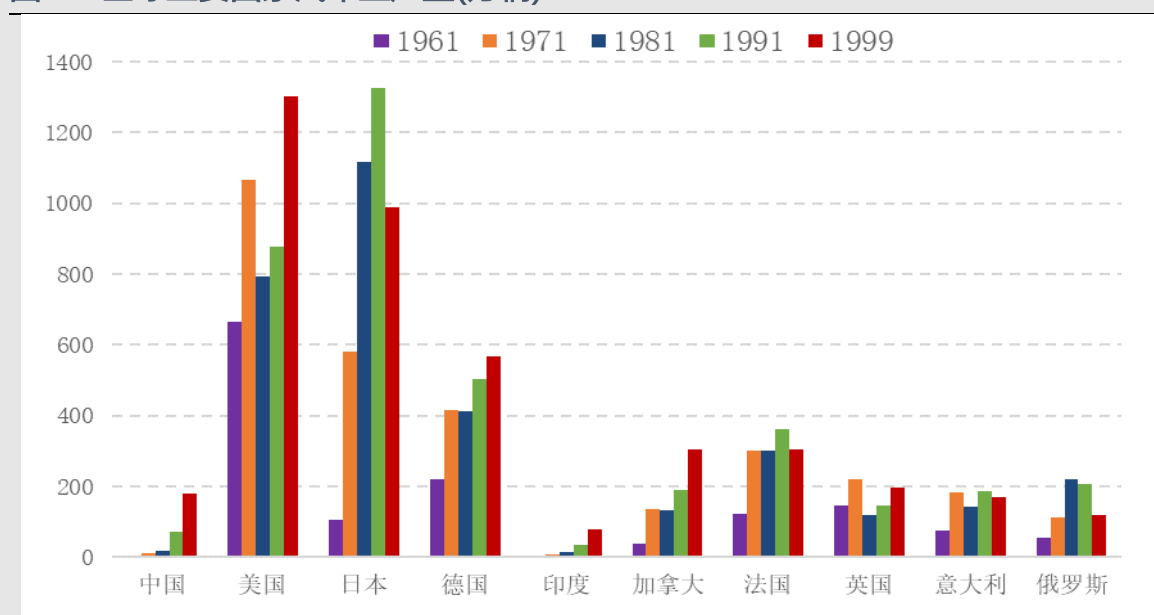
（三）汽车产业繁荣，20 号胶兴起来

20 世纪 50 年代以来，第三次工业革命逐渐来临，电子计算机和航空航天技术等领域取得重大突破。虽然电子领域和航空航天对天然橡胶产生新的需求，但是相对于汽车产业发展所带来的增量需求而言微乎其微。第二次世界大战后，全球汽车产业发展格局逐渐改变，最后发生了翻天覆地的变化。在美国的大力支持下，德国和日本汽车产业得到迅速发展，并逐渐成长为新兴的两大巨头。

20 世纪下半叶，虽然美国依然是世界最大汽车生产国，但是汽车产业发展明显放缓。1961 年，排名第一位的美国汽车产量 665.3 万辆，在全球汽车产量中的占比下滑至 43.8%，1991 年全球市场占比进一步下滑至 18.6%，1999 年重新回升至 23.1%，产量超过日本重回世界第一；第二位的德国汽车产量 211.3 万辆，市场占比 13.9%，随后逐步下滑至 1999 年的 10.1%；第三位的英国汽车产量 144.7 万辆，市场占比 9.5%，逐步下滑至 1991 年的

3.1%，1999 年回升至 3.5%；第四位的法国汽车产量 120.5 万辆，市场占比 7.9%，之后汽车产量维持在 300 多万辆，1999 市场占比降至 5.4%；第五位的日本汽车产量 103.9 万辆，市场占比 6.8%，1981 年产量达到 1118 万辆，超过美国成为世界第一，市场占比达到 31.1%，随后逐渐回落至 1999 年的 17.6%；第六位的意大利汽车产量 75.9 万辆，市场占比 5.0%，之后年产量在 140–190 万辆，市场占比也逐渐回落至 1999 年的 3.0%；第七位的俄罗斯汽车产量 55.5 万辆，市场占比 3.7%，之后年产量在 110–220 万辆，市场占比也逐渐回落至 1999 年的 2.1%；第八位的加拿大汽车产量 39.1 万辆，市场占比 2.6%，随后市场占比逐渐上升至 1999 年的 5.4%。

图 7：全球主要国家汽车生产量(万辆)



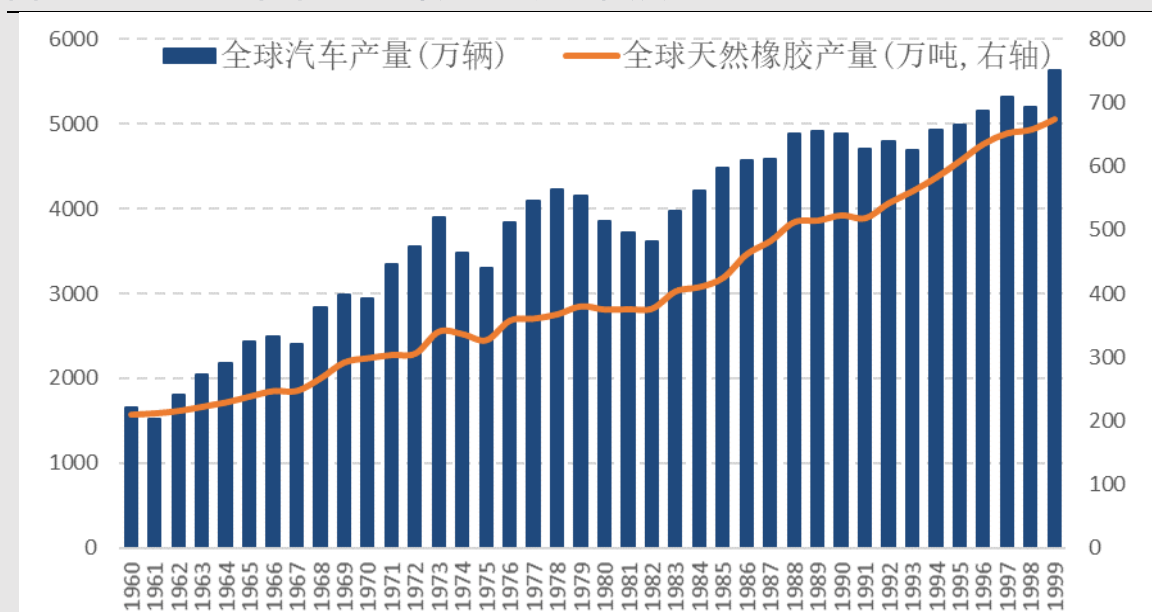
资料来源：美国交通部，中国国家统计局，国投安信期货

20 世纪 60 年代前后中国经济陷入困境，还遭遇三年严重的自然灾害，中国汽车工业发展遭遇重挫，1961 年汽车产量不到 0.4 万辆，但是随后重新回到了低基数的快速增长趋势中，1971 年达到 11.1 万辆。改革开放后中国汽车产业进入了艰难的爬坡阶段，汽车产量由 1981

年 17.6 万辆逐渐增长至 1991 年的 70.9 万辆，1999 年进一步增加至 180.5 万辆，市场占比达到 3.2%。1961 年印度汽车产量 5.4 万辆，起步虽然比中国早，但是发展远不及中国，1999 年产量增加到 78 万辆，市场占比仅 1.4%。

二战后，天然橡胶行业也迈入了崭新的发展形势。东南亚主要国家陆续发起独立革命运动，印度尼西亚、马来西亚、泰国等开始独立自主地发展天然橡胶种植业，全球天然橡胶产量由 1950 年的 186 万吨左右逐渐增加至 1970 年的 298 万吨，之后一路攀升，2000 年天然橡胶产量已接近 710 万吨，产量年平均增长 3.08%。其中，曾经的全球最大产胶国印度尼西亚因战争和政局动荡导致产量不断下滑，逐渐被马来西亚超越，一直到 1990 年马来西亚才被新秀泰国和老牌印度尼西亚超越，之后致力于发展棕榈油产业。建国后，中国把天然橡胶作为重要战略物资，从国家层面大力支撑发展天然橡胶产业，在云南和海南等偏远地区投入了大规模的人力、物力和财力开发橡胶园林，1960 年中国天然橡胶产量大约 2.3 万吨，1978 年产量达到 10.2 万吨，1990 年产量达到 26.4 万吨，2000 年产量达到 48 万吨。

图 8：20 世纪下半叶全球汽车产量与天然橡胶产量

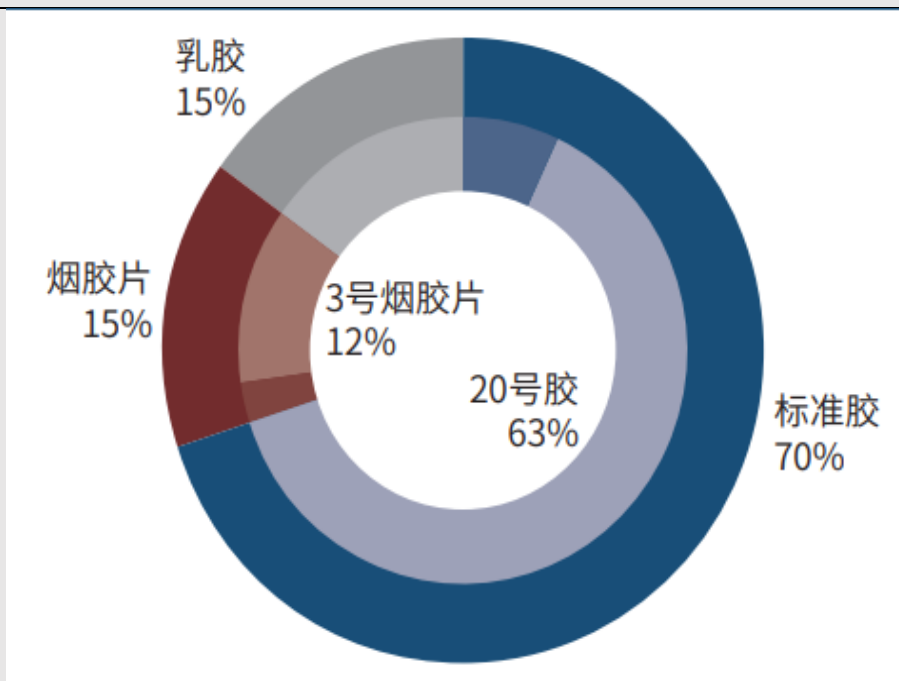


资料来源：联合国粮农组织，国际汽车制造商协会，国投安信期货

当然，即便国内外天然橡胶产业发展如火如荼，但是天然橡胶供应依然远远无法满足国内外经济和汽车产业迅猛发展的需求。为了摆脱天然橡胶资源受制于自然条件和人为因素的局面，德国、美国和苏联积极发展天然橡胶替代品，丁苯橡胶、顺丁橡胶、丁腈橡胶等合成橡胶产品陆续研发出来。欧洲、美国、苏联和日本等继续大力发展合成橡胶，全球合成橡胶产量由 1950 年的 54 万吨左右逐渐增加至 1970 年的 590 万吨（其中美国 188 万吨、苏联 80 万吨、日本 70 万吨和德国 30 万吨）。不过，合成橡胶发展也不是一帆风顺的。第一次石油危机（1973-1975 年）、第二次石油危机（1979-1980 年）和第三次石油危机（1990-1992 年）先后爆发，国际油价三次上涨翻倍，一方面屡次重挫全球经济，导致全球汽车产量持续下滑，加快了汽车产业霸主的更迭，欧美车型相对弱势，丢失既有的市场份额，而日本小排量车型性价比高，市场需求旺盛，另一方面导致对橡胶产业发展重新认识，以石油为原料的合成橡胶发展受阻，价格低廉的优势不再明显，而天然橡胶发展相对受益。

值得一提的是，在天然橡胶生产早期，全球以“烟胶片”生产为主，但是不论在分级方法上，还是在制造方法上都逐渐束缚着天然橡胶产业的发展，于是天然橡胶新品种“标准胶”在 20 世纪 60 年代逐渐发展起来，1995 年马来西亚开始实行标准胶计划。随着全球天然橡胶生产工艺的工业化改造升级，尤其是 1949 年米其林率先推出第一款的子午线轮胎在全球范围逐步普及开来，天然橡胶生产企业维持或逐渐关停烟胶片加工厂，转而增加投建标准胶（20 号胶）加工厂。如今，20 号胶已成为天然橡胶产业最主要、最具代表性的品种并且符合轮胎产业未来的发展趋势。在全球天然橡胶产品中，标准胶、烟胶片和乳胶市场占比分别为 70%、15%和 15%左右，其中 20 号胶市场占比大约 63%。而在标准胶产品中，20 号胶市场占比大约 90%。个人认为，烟胶片在与合成橡胶的激烈竞争中败下阵来，而只有价格更加低廉和成本更具优势的标准胶继续与合成橡胶展开激烈竞争。

图 9：全球天然橡胶产量分类别占比（%）



资料来源：IRSG，上海国际能源交易中心

（四）汽车产业竞合，胶市盛极转衰

21 世纪以来，全球汽车产业进入了“激烈竞争”与“互利合作”并存的新时代，增长潜力由爆发期进入到瓶颈期，全球天然橡胶产业也进入了由兴盛转向了衰退的阶段。

（1）21 世纪以来中国汽车市场发展

20 世纪，中国汽车产业发展是一部艰难曲折的历史。21 世纪以来，中国汽车产业发展突飞猛进，尤其是 2001 年中国正式加入世界贸易组织（WTO），中国进一步加快参与经济全球化的大浪潮，中国汽车产业发展进入了“黄金时代”，中国汽车产量同比增长明显高于全球水平。国际汽车制造商协会(OICA)的数据显示，2000 至 2010 年中国汽车产量年平均增长速度高达 23.97%，而全球汽车产量年平均增速仅 3.35%，增长率差值平均为 20.62%，最小差值是 2005 年的 5.97%，最大差值是 2009 年的 60.68%。2009 年中国汽车产量直

接跳跃过 1000 万辆大关，直奔到 1379 万辆，同比增长高达 48.3%，而欧美日产量均大幅下滑导致全球同比下滑 12.38%。在全球金融危机爆发、中国“四万亿”投资和汽车强刺激政策出台的背景下，中国一跃超过日本，成为全球最大的汽车生产国。与此同时，中国汽车产量占全球汽车产量的比重由 2000 年的 3.5% 逐渐攀升至 2010 年的 23.5%，十年间市场份额提升了 20%。

2011 年至 2017 年，中国汽车市场发展进入了“白银时代”，中国汽车产销量同比增速明显放缓，甚至出现低于全球水平的情况，整体上由前十年的两位数进入了个位数的平缓期，产量年平均增长速度大幅回落至 6.96%，并于 2017 年达到历史顶峰的 2902 万辆。与此同时，全球汽车产量由 2011 年的 8005 万辆增加到 2017 年的 9730 万辆，年平均增长速度大约 3.27%。

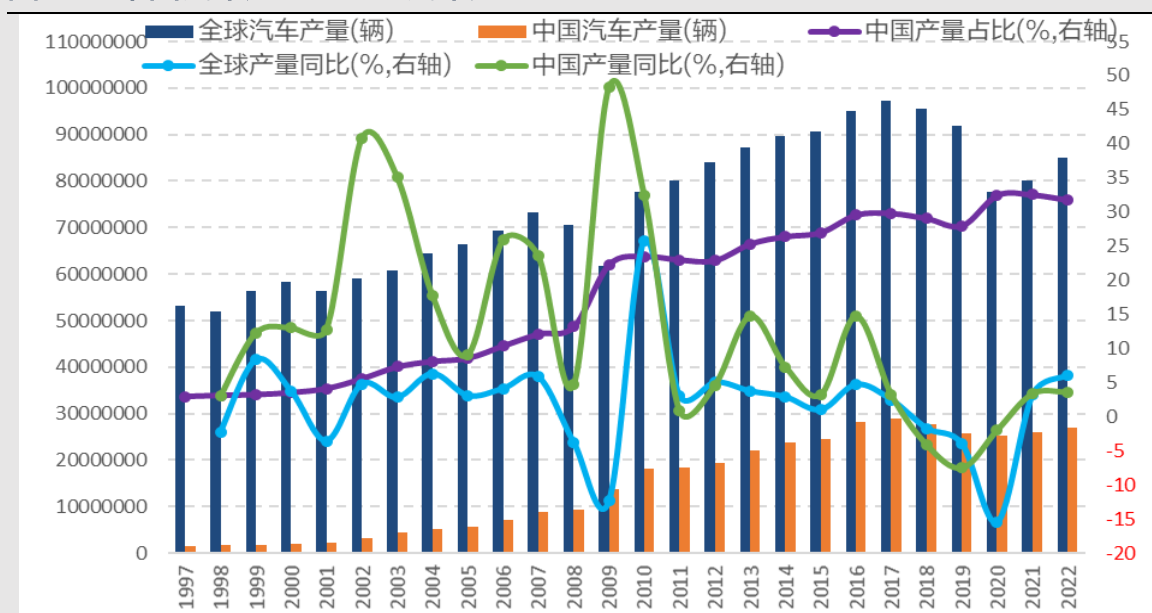
2018 年至 2022 年，中国汽车市场发展进入了“黑铁时代”，叠加长达三年新冠疫情的冲击，中国汽车产量见顶后逐渐回落，也导致全球汽车产量的见顶回落，中国汽车产量年平均增速下滑 1.32%，而全球汽车下滑了 2.37%。

近十年，虽然中国汽车产量增长速度有所放缓，但是整体表现相对好于全球水平，因此中国在全球汽车产量中的市场份额也继续增加，由 2012 年的 22.9% 逐渐上升至 31.8%，只不过十年间市场份额仅提升了 8.9%。这一方面反映了国内汽车市场增长潜力逐渐减弱，另一方面反映了国外还没有出现能够取代中国的新增长点。

与汽车制造业发展类似，中国汽车销售市场表现也明显好于全球汽车市场。国际汽车制造商协会(OICA)数据显示，全球汽车销量由 2005 年的 6592 万辆增加到 2017 年的 9566 万辆，随后回落至 2022 年的 8163 万辆，年平均增长仅 1.4%。中国汽车销量由 2005 年的 576 万辆增加到 2017 年的 2888 万辆，随后回落至 2022 年的 2686 万辆，年平均增长达到 10.2%。与此同时，中国汽车销量占全球汽车销量的比重由 2005 年的 8.7% 逐渐攀升至

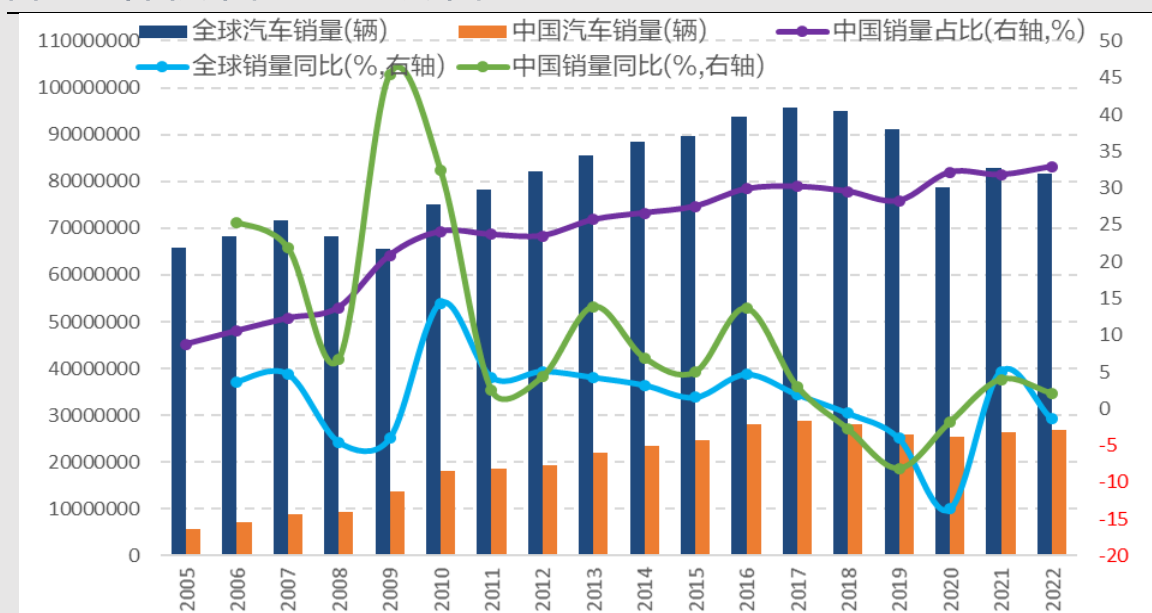
2022 年的 32.9%。

图 10：中国汽车产量与全球汽车产量



资料来源：国际汽车制造商协会，国投安信期货

图 11：中国汽车销量与全球汽车销量

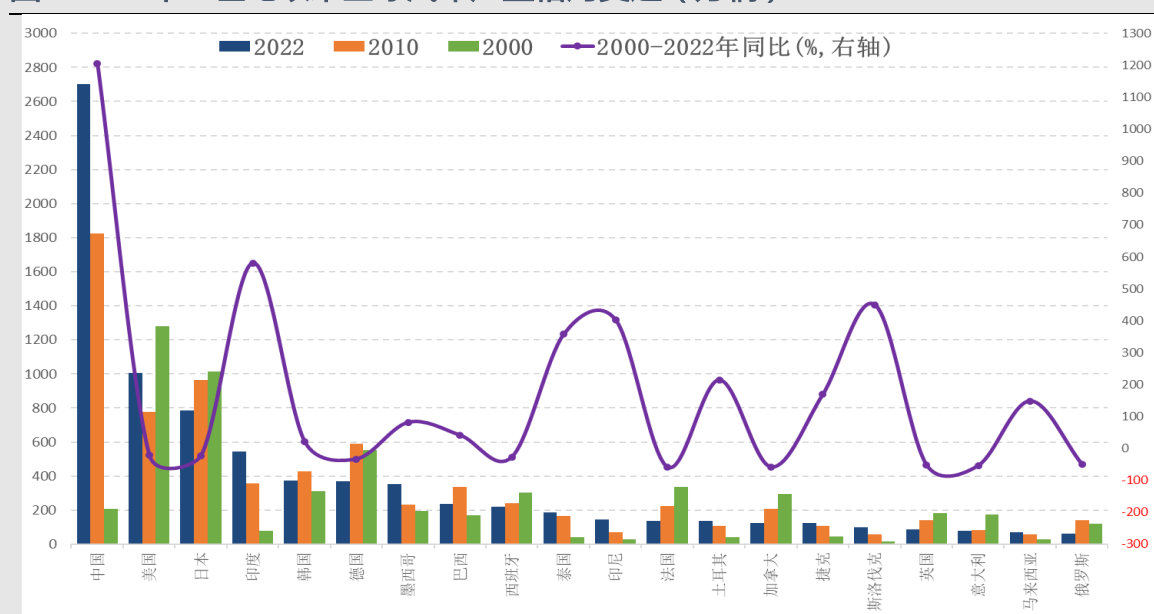


资料来源：国际汽车制造商协会，国投安信期货

(2) 21 世纪以来全球汽车生产格局

自现代汽车诞生以来，全球汽车制造业中心先后经历了美国崛起、欧洲复兴和亚洲崛起的阶段，最终形成了 21 世纪以来的美国、日本和德国“三足鼎立”，而中国“大而不强”的发展格局。国际汽车制造商协会(OICA)数据显示，2000 年，全球汽车产量排名前十位的国家分别为美国(1280 万辆，占比 21.9%)，日本(1014 万辆，占比 17.4%)，德国(553 万辆，占比 9.5%)，法国(335 万辆，占比 5.7%)，韩国(311 万辆，占比 5.3%)，西班牙(303 万辆，占比 5.2%)，加拿大(296 万辆，占比 5.1%)，中国(207 万辆，占比 3.5%)，墨西哥(194 万辆，占比 3.3%)，英国(181 万辆，占比 3.1%)。2022 年，全球汽车生产量排名前十位的国家分别为中国(2702 万辆，占比 31.8%)，美国(1006 万辆，占比 11.8%)、日本(784 万辆，占比 9.2%)，印度(546 万辆，占比 6.4%)，韩国(376 万辆，占比 4.4%)，德国(368 万辆，占比 4.3%)，墨西哥(351 万辆，占比 4.1%)，巴西(237 万辆，占比 2.8%)，西班牙(222 万辆，占比 2.6%)，泰国(188 万辆，占比 2.2%)。

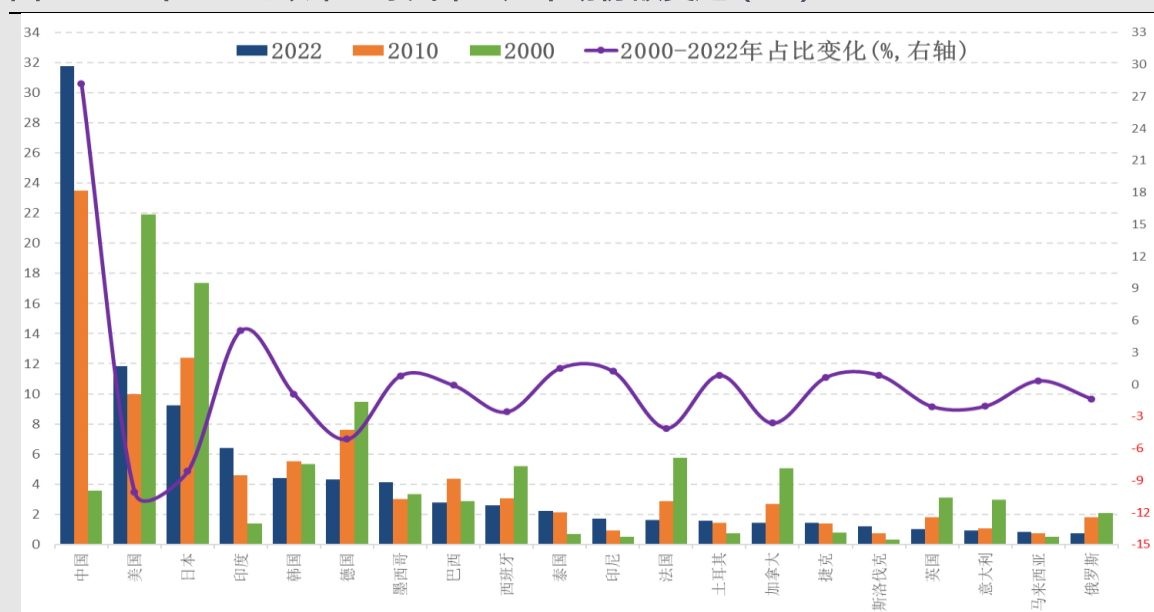
图 12：二十一世纪以来全球汽车产量格局变迁（万辆）



资料来源：国际汽车制造商协会，国投安信期货

统计数据表明，在全球汽车生产格局中，21 世纪以来中国、印度、泰国、印度尼西亚和墨西哥市场份额提升幅度排名前五位(尤其是中国增幅最大)，分别为 28.2%、5.1%、1.5%、1.2%和0.8%；相反的是美国、日本、德国、法国和西班牙市场份额下降幅度排名前五位(其中美国降幅最大)，分别为-10.1%、-8.2%、-5.1%、-4.1%和-2.6%。

图 13：二十一世纪以来全球汽车生产市场份额变迁（%）



资料来源：国际汽车制造商协会，国投安信期货

（3）21 世纪以来全球汽车消费格局

按照区域来分，全球汽车销售市场可以简单划分为四大区域，分别为亚太地区、美洲地区、欧洲地区和非洲地区。

首先，亚太地区汽车销量市场占比由 2005 年的 30.96%大幅上升至 2022 年的 54.60%，销量也由 2005 年的 2040.86 万辆增加至 2022 年的 4456.65 万辆，代表国家主要为中国、日本、印度、韩国、澳大利亚和印度尼西亚等。

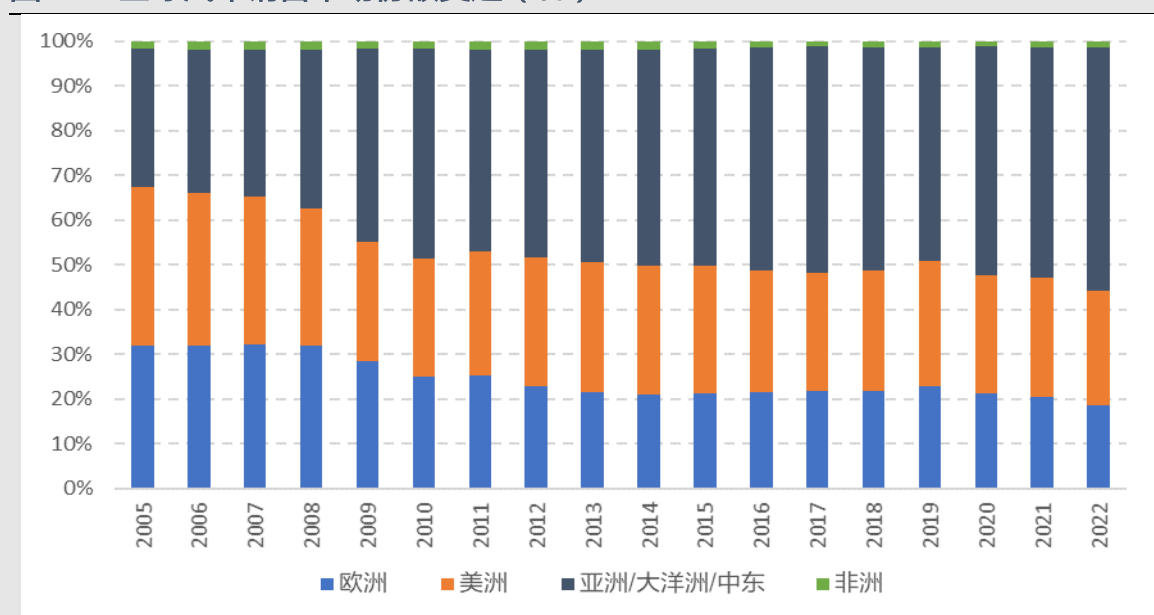
其次，美洲地区汽车销量市场占比由 2005 年的 35.40%大幅下降至 2022 年的 25.59%，

销量也由2005年的2333.89万辆下降至2022年的2088.82万辆，代表国家主要为美国、巴西、加拿大和墨西哥等。

第三，欧洲地区汽车销量市场占比由2005年的31.95%大幅下降至2022年的18.48%，销量也由2005年的2106.63万辆下降至2022年的1508.31万辆，代表国家主要为德国、英国、法国、意大利和西班牙等。

最后，非洲地区汽车销量市场占比由2005年的1.69%略微下降至2022年的1.34%，销量大约维持在90至170万辆之间，代表国家主要为南非、埃及和摩洛哥等。

图 14：全球汽车销售市场份额变迁（%）

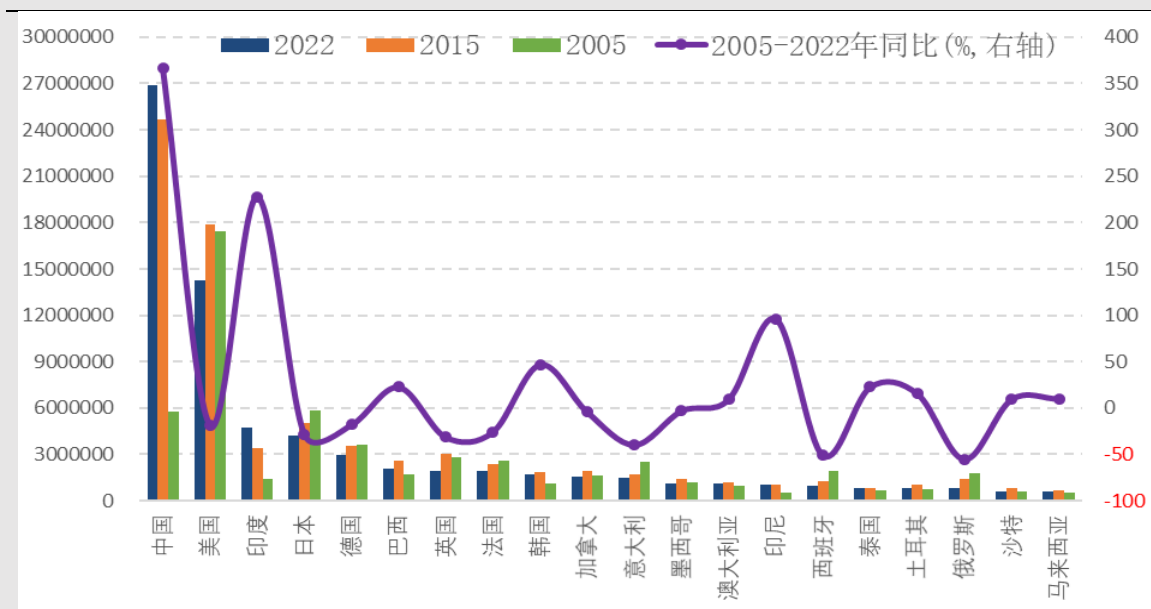


资料来源：国际汽车制造商协会，国投安信期货

一般来说，汽车消费市场变化趋势主要取决于经济发展形势和人口规模大小。国际汽车制造商协会(OICA)统计数据显示，2022 年，全球汽车市场销量及市场份额排名第一至第十的国家分别为：中国（2686 万辆，32.91%）、美国（1423 万辆，17.43%）、印度（473 万辆，5.79%）、日本（420 万辆，5.15%）、德国（296 万辆，3.63%）、巴西（210 万辆，

2.58%)、英国 (194 万辆, 2.38%)、法国 (193 万辆, 2.36%)、韩国 (168 万辆, 2.06%) 和加拿大 (156 万辆, 1.91%)。在全球汽车市场消费的格局中, 2005 年以来中国、印度、印度尼西亚、越南和韩国市场份额增长幅度排名前五位, 分别为 24.18%、3.60%、0.47%、0.35%和 0.33%; 相反的是美国、日本、意大利、英国、德国、西班牙、俄罗斯和法国市场份额下滑幅度排名前八位, 分别为-9.03%、-3.73%、-1.94%、-1.91%、-1.85%、-1.80%、-1.75%和-1.58%。

图 15: 全球汽车销量排名前二十的国家或地区 (辆)

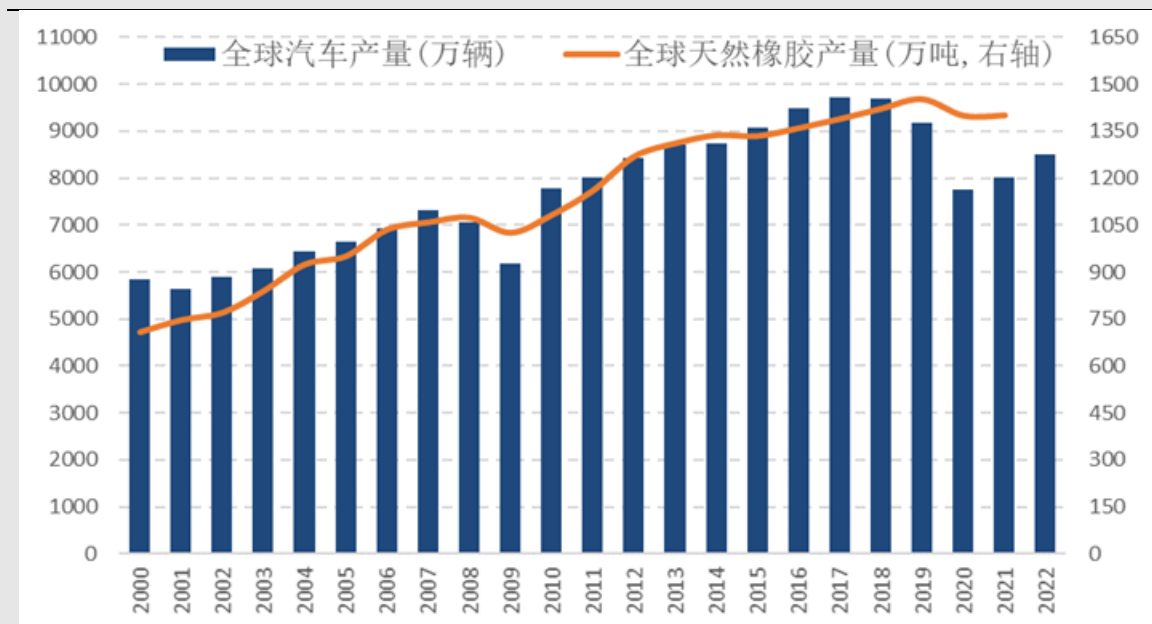


资料来源: 国际汽车制造商协会, 国投安信期货

虽然中国汽车市场产销规模牢牢占据全球第一, 但是依然是合资品牌和外资品牌的天下, 中国民营汽车企业刚刚起步, 中国自主品牌发展举步维艰, 只是近几年凭借在智能电动领域的布局, 以及中国政府超大力度且坚持不懈地支持, 中国本土汽车企业才开始逐渐崭露头角。

随着新兴汽车巨头的此起彼伏地崛起，带动了全球汽车产业不断地发展，全球天然橡胶产业也迎来了大发展时期，天然橡胶期货市场也进入了超级大牛市，全球 20 号胶现货年平均价格由 2001 年的 515 美元/吨上涨至 2011 的 4518 美元/吨。不过，好花不常开，好景不长在，2011 年后中国汽车和轮胎产业发展逐渐放缓，全球汽车和轮胎产业随之走弱，由过去增量共赢的时代逐渐转向存量博弈的时代，天然橡胶产业发展也盛极而衰，天然橡胶期货市场也步入了漫长的大熊市，20 号胶现货平均价最低跌至 2020 年的 1331 美元/吨，与 2011 年高点相比跌幅高达 70.54%。相应的供应格局也发生了巨大变化，天然橡胶产业发展由高速增长进入低速增长，甚至个别年份负增长的阶段。统计数据显示，全球天然橡胶产量从 2000 年的 710 万吨增加至 2018 年的 1454 万吨，随后回落至 2021 年的 1402 万吨，产量年平均增长 3.46%。其中，泰国和印度尼西亚产量牢牢占据着全球头两把交椅，第三把交椅被越南后来居上，马来西亚一路退居至中国、印度和科特迪瓦之后。

图 16：二十一世纪以来全球汽车产量与天然橡胶产量



资料来源：联合国粮农组织，国际汽车制造商协会，国投安信期货

值得一提的是，基于中国受地理位置和自然条件的限制，只有海南、云南等少数地区适宜种植天然橡胶，因此中国本土天然橡胶产量有天花板，“走出去”发展是获取天然橡胶战略物资的重要途径之一。2003 年广东农垦率先开始海外收购和并购，随后云南农垦、海南农垦、中化国际等实施“走出去”发展战略，但是发展过程并非一帆风顺，一直到 2016 年广垦橡胶收购全球第三大天然橡胶企业泰国泰华树胶公司，中化国际收购全球前五的天然橡胶供应商 Halcyon(合盛公司)，2018 年海南橡胶收购全球知名天然橡胶贸易商新加坡 R1 国际。在近十年来的大熊市中，国内外天然橡胶生产企业和贸易企业发展十分艰难，国内外胶农依靠政府补贴等维持基本生计，不少民营企业陷入长期亏损，最终走向破产倒闭、重组并购的境地。

综上所述，从近一百四十年的现代汽车发展历史来看，全球汽车“巨头”发生了翻天覆地变化，各领风骚数十年，竞合发展越来越激烈，机遇与挑战并存，困难与希望同在。从最初在德国和法国诞生，然后到美国崛起，最后到德国复兴，日本和中国兴起。随着时间的推移，未来中国汽车本土市场进一步提升空间越来越小，虽然出口市场持续大扩张在一定程度上弥补了国内市场低迷，但是也出现了一些类似“欧盟对中国电动车反补贴调查”的不好苗头，可想而知未来也将面临国内轮胎产业长期遭遇“双反”制裁的困境。或许，“它山之石，可以攻玉”，与目前的中国轮胎龙头和过去的国外汽车巨头前辈一样实施“走出去”战略，中国本土汽车企业才能寻求到新的发展机遇。

四、以邻为鉴：日胶随着日本汽车产业衰弱而萎缩

日本汽车产业发展的过程，既发挥了比较优势的作用，又把握了后发优势的机会，基本上符合日本经济学家赤松要早在 1932 年《我国经济发展的综合原理》一书中提出的“雁行模式”理论，借助动态比较优势逐渐完成一个“进口(国外引进)-国内生产（进口替代）-出口”的完整赶超过程。

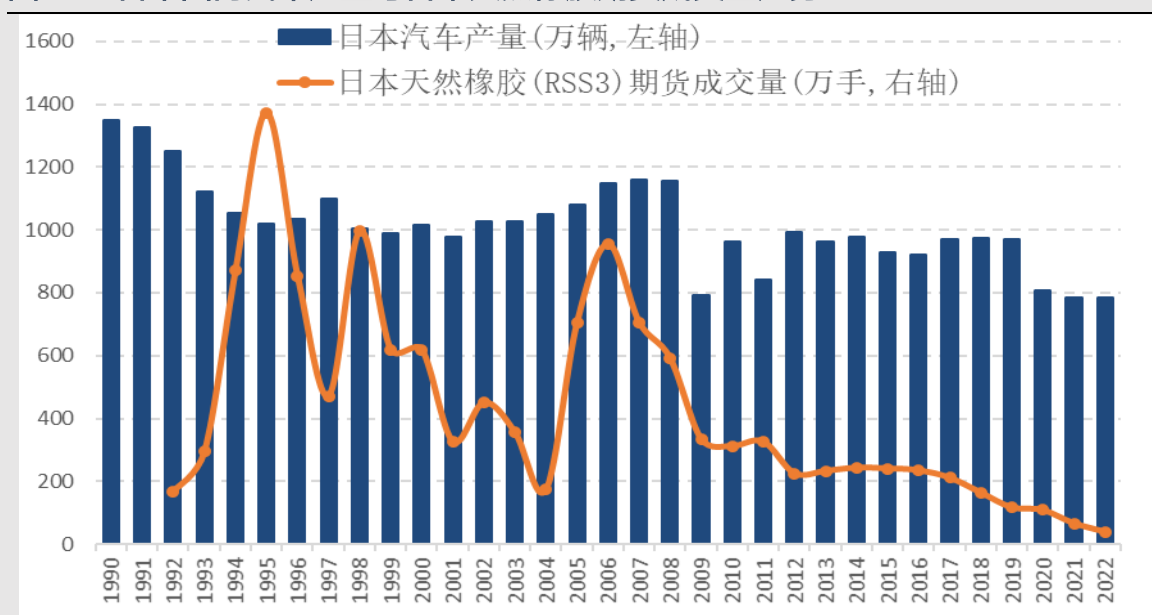
（一）日本汽车衰弱，日胶逐渐萎缩

日本汽车产业从 20 世纪 30 年代中期开始蹒跚起步，50-60 年代借力展翅腾飞，70-80 年代借势战略转型，尤其是日本出口市场迅速崛起，幸运地把握了 1973 和 1979 年两次“石油危机”的机遇，从而发展成为全球汽车市场的一匹大黑马，90 年代日本汽车产业发展达到历史高峰。1950 年日本汽车产量在全球总产量的占比仅 0.6%左右，1960 年占比增加到 4.6%左右，1970 年达到 18%左右，1981 年攀升至 30%左右，达到历史峰值后有所回落，但总体上维持在 26%至 30%之间波动，并且发展成为日本经济支柱产业之一。

1990 年前后，日本与美国等经济贸易冲突加剧，日本经济大繁荣后见顶，金融市场和房地产市场泡沫双双破裂，蓬勃向上的日本汽车产业也随之衰退，加上海外多次金融大危机冲击，产销量到达巅峰之后总体上步入了非常漫长的曲折下坡路。

日本汽车工业协会的统计数据显示，日本国内汽车产量由 1990 年的 1348.68 万辆左右逐渐回落至 2022 年的 783.55 万辆左右，比遭遇全球金融危机重创后的 2009 年水平还低，降幅高达 41.90%。与此同时，日本国内汽车产量在全球汽车产量的占比由 1991 年的 28.2%左右逐渐下降至 2022 年的 9.2%左右，累计降幅达到 19%。如果日本汽车产业不及时彻底调整发展战略，预计未来日本汽车产量仍有可能进一步下滑。

图 17：日本国内汽车产量与日本天然橡胶期货成交量走势



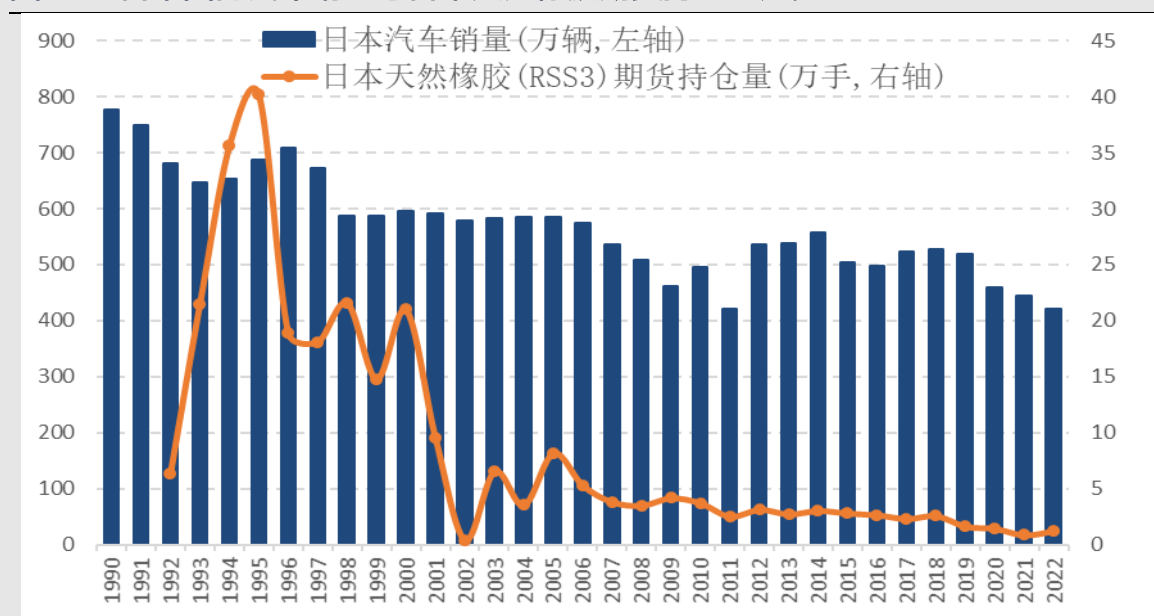
资料来源：日本汽车工业协会，文华财经，国投安信期货

事实上，日本国内汽车销售市场比汽车生产形势更为严峻，销量重心基本上是十年左右就下一个台阶。日本汽车工业协会的统计数据显示，1990 年日本国内汽车销量大约 777.75 万辆，达到历史峰值，此后总体呈现出震荡下滑的趋势，其中 1997 年亚洲金融风暴后销量跌破 600 万辆关口，2008 年全球金融危机后跌破 500 万辆关口，2011 年欧债危机和日本大地震海啸导致销量暴跌至 421 万辆，以及 2020 年以来的新冠肺炎疫情导致日本汽车销量逐年走低，不断创出历史新低，2022 年仅 420.13 万辆左右，较历史峰值下降了 45.98%。

值得一提的是，除了烟胶片市场自身需求逐渐萎缩之外，日本天然橡胶期货（RSS3）市场逐渐衰弱，在全球市场的影响力日渐式微，还很可能与日本国内汽车产业逐渐下滑密切相关。随着中国、新加坡等国家建立天然橡胶期货市场，新兴势力凭借着各自的优势不断发展壮大，东京商品交易所(TOCOM)在面对激烈的竞争环境，只是被动安于现状，并没有主动及时做出战略调整，2020 年 7 月 27 日天然橡胶品种交易也由 TOCOM 迁移至大阪交易所(OSE)。统计数据显示，日本交易所集团天然橡胶(RSS3)期货市场活跃度逐渐萎缩，成

成交量由 1995 年的 1372.8 万手下降至 2022 年的 39.6 万手，总体下降了 97.12%，持仓量也由 1995 年底的 40.2 万手下降至 2022 年底的 1.2 万手，总体下降了 96.97%。

图 18：日本国内汽车销量与日本天然橡胶期货持仓量走势



资料来源：日本汽车工业协会，文华财经，国投安信期货

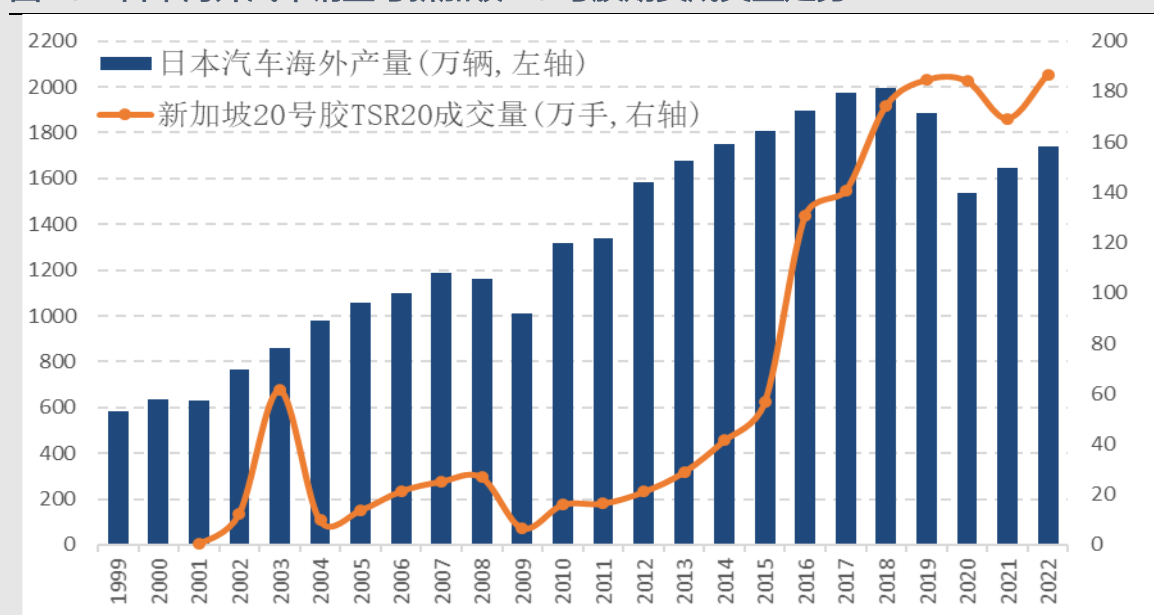
（二）日本汽车出海，新胶逐渐活跃

随着日本汽车企业逐渐超越欧美老牌汽车巨头，并且逐步扩大欧美本土汽车市场份额，日本与美国等外交关系日趋紧张，贸易摩擦不断，外汇争端非常激烈，出口市场被欧美政府限制，加上国内市场逐渐进入饱和状态，以丰田为首的日本汽车企业只能加快海外建厂，深入开展本土化合作，持续不断地致力于开拓海外市场，实施全球化发展战略。

虽然日本国内汽车产量和销量出现萎缩，但是日本汽车出口市场不断扩张。1977 年日本汽车出口量首次超过了本土市场销量，汽车海外产量也逐渐增加，2007 年日本汽车海外产量达到 1185.67 万辆，首次超过本土汽车产量的 1159.63 万辆。2022 年，日本汽车海外产量达到 1738.57 万辆，其中亚洲占比 60.62%，欧洲占比 6.96%，北美洲占比 20.11%，

非洲占比 1.33%，中南美洲占比 8.5%。随着日本汽车在海外市场发展壮大，尤其是中国、泰国、印尼、马来西亚、越南等天然橡胶产销大国进行生产布局，亚洲市场份额也不断增加，进而活跃了 1994 年才成立的新加坡商品交易所（SICOM）20 号胶期货市场，20 号胶期货成交量和持仓量不断增加，并且逐渐形成全球天然橡胶价格发现中心。与此同时，全球绝大多数知名轮胎企业纷纷在新加坡建立采购中心，东南亚天然橡胶生产商和贸易商也积极参与，逐渐形成了在轮胎行业公认的定价基准，基本上能够反映天然橡胶主产地的现货市场形势。不过，上海国际能源交易中心 20 号胶于 2018 年 8 月 12 日挂牌上市后，对 SICOM20 号胶的流动性产生一定程度的分流，甚至影响了 SICOM20 号胶活跃度不断增长的态势。

图 19：日本海外汽车销量与新加坡 20 号胶期货成交量走势

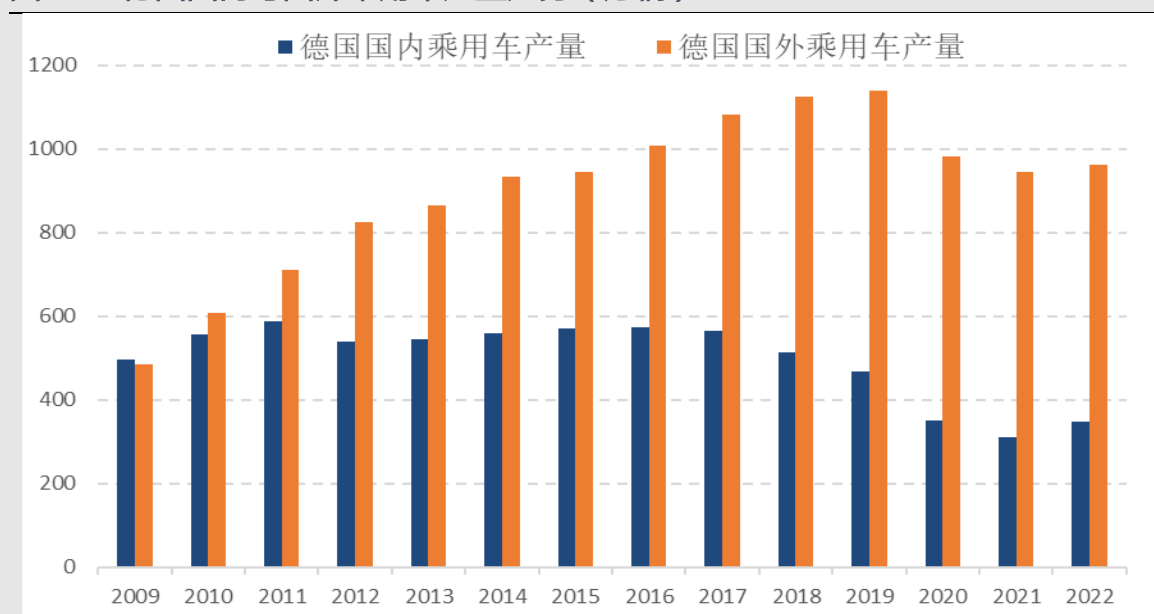


资料来源：日本汽车工业协会，文华财经，国投安信期货

当然深度参与到汽车产业全球化的大潮，日本汽车企业只是最为成功的典范，还有德国、美国、法国、韩国等汽车企业，这些国家的汽车企业纷纷出海促进了 SICOM20 号胶期货发展。为了向更广大的投资者开放，增加市场流动性，打造产业定价中心，2011 年新加坡天然

橡胶期货品种（TSR20 和 RSS3）交易平台由 SICOM 转移至新加坡交易所(SGX)。2010 年，德国国外乘用车产量开始超过国内乘用车产量，此后十多年国内产量见顶逐渐回落，年平均增长为-2.17%，而海外乘用车产量年平均增长 5.81%，2019 年德国国外与国内产量差值达到最高的 672 万辆，2021 年国外与国内产量比值达到最高的 3.05。

图 20：德国国内与国外乘用车产量走势（万辆）



资料来源：德国汽车工业协会，国投安信期货

综上所述，全球汽车和轮胎等终端消费市场的发展变化最终导致天然橡胶市场的变化，日本、德国、美国等国家汽车产业发展重心由国内转向海外。东京商品交易所（TOCOM）未能顺应全球汽车产业和天然橡胶产业发展的趋势，在市场关注度逐渐降低和成交活跃度日益低迷的情况下，既没有大力完善和改革 RSS3 期货市场，也没有提前布局 and 开拓 STR20 号胶期货市场，一直到 2018 年才赶在中国计划布局 20 号胶期货之前匆忙被动地上市。但是，当时日本国内汽车、轮胎等产业进一步走弱，而日本海外汽车、轮胎等产业继续走强，日本 20 胶期货既没有相关产业发展的大力加持，也没有形成新的比较优势，最终结果可想而知。

知。毕竟当时全球天然橡胶期货市场的竞争格局基本定型，中国在“全乳胶和烟胶片”市场取得定价权，新加坡在“20 号胶”市场占据主导地位。希望中国以邻为鉴，再接再厉，认真地汲取经验和教训，避免犯同样的错误。

五、总结建议：20 号胶是汽车产业发展的温度计

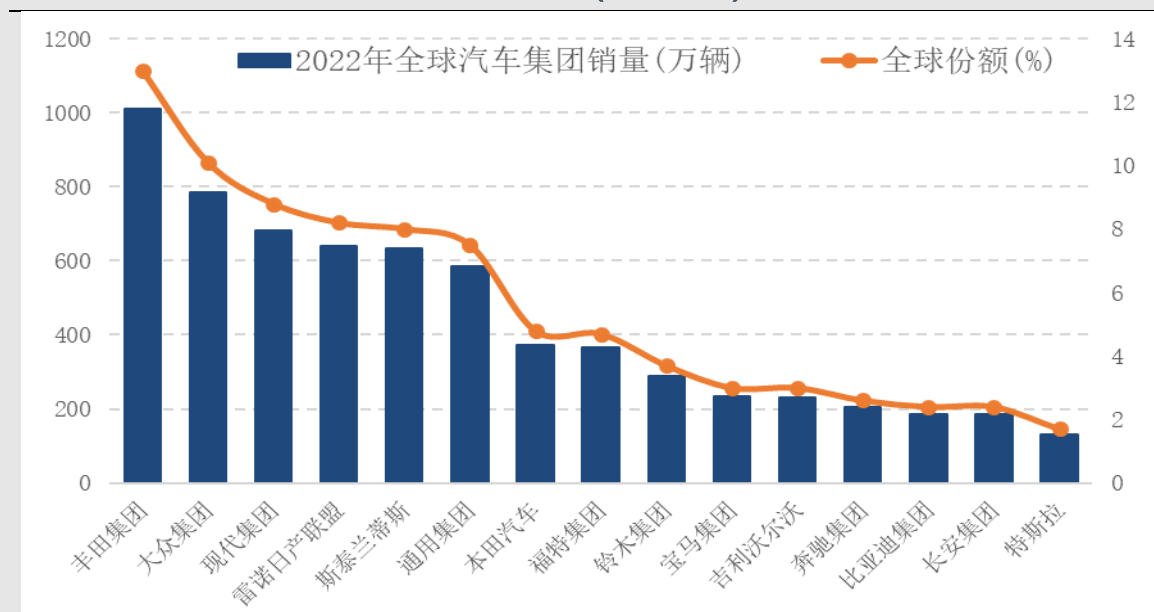
与日本不同的是，2019 年中国在上海国际能源交易中心挂牌上市继原油之后的第二个国际化品种 20 号胶期货，当时正处于中国汽车产业创新发展的关键时期，一方面有利于促进新能源汽车提量，另一方面有利于加快国内汽车出口，终极目标在于实现中国本土汽车产业整体“弯道超越”。

众所周知，虽然中国是汽车最大的生产国和销售国，但是从汽车品牌来看，全球汽车集团排名前十基本上没有中国本土汽车企业的身影，长期被日本、德国、韩国、法国、美国等汽车强国占据。欣喜的是，吉利集团、比亚迪集团和长安集团分别跻身到 2022 全球汽车集团销量排名的第十一位、第十三位和第十四位。凭借新能源汽车核心技术和智能化进程加速的优势，以比亚迪为首的中国本土新能源汽车企业实现弯道超车，不再局限于国内市场，海外市场也强势崛起。

以史鉴今，全球汽车产业的第一次繁荣以福特 T 型车流水线装配为代表，极大地刺激了子午线轮胎逐渐取代斜交轮胎，合成橡胶部分替代天然橡胶，标准胶（STR30）不断超越烟胶片（RSS3）。全球汽车产业的第二次繁荣以特斯拉一体化压铸技术为代表，将会刺激新能源车逐渐替代燃油车，智能化逐渐取代机械化，绿色轮胎逐渐取代传统轮胎。在新一轮科学技术革命和产业创新周期的引领下，全球汽车产业又一次步入了大变迁的黄金期，中国是新

能源汽车的首要倡导者，也是其高质量发展的主力军，中国本土汽车企业品牌知名度和忠诚度在国内外越来越高，未来有可能诞生出像日本丰田、德国大众、美国通用一样的全球新巨头。

图 21：2022 年全球汽车集团销量排行榜(前五名)

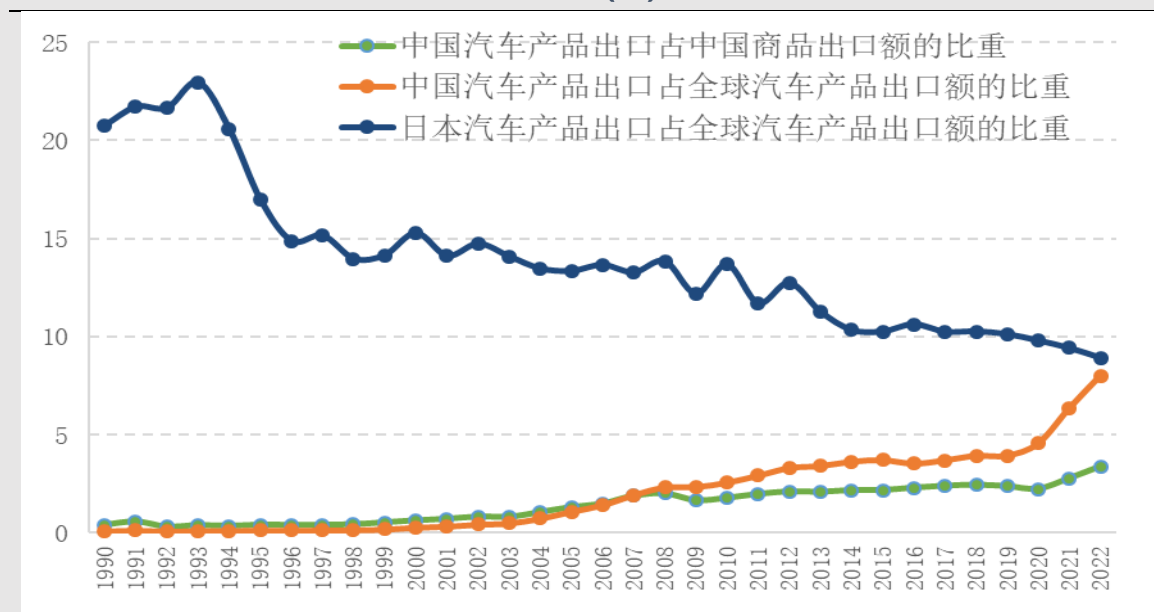


资料来源：互联网，国投安信期货

第一，全球天然橡胶（尤其是轮胎专用胶 20 号胶）的发展离不开汽车产业的快速发展，中国天然橡胶、20 号胶和合成橡胶期货市场的诞生和发展也离不开中国汽车产业的发展。1990 年以来，中国汽车产品出口不断增加，在中国商品出口总额的比重由 0.4% 逐渐上升至 2022 年的 3.4%，与此同时中国汽车产品出口占全球汽车产品出口额的比重也由 0.1% 逐渐上升至 8.0%，尤其是近几年中国汽车出口市场占比翻倍增长，逐渐接近日本汽车出口占比的水平，未来仍有很大的上升空间。根据目前中国汽车出口市场的发展势头，超过日本和德国成为全球第一大汽车出口国指日可待。在“一带一路”和“碳达峰碳中和”国家发展战略目标下，中国 20 号胶期货市场也应该紧跟国内外发展趋势，聚焦汽车全产业链，保障 20 号

胶原材料供应链稳定，助力于中国从传统的汽车大国逐渐迈向新型的汽车强国，服务于中国本土汽车产业加快“走出去”步伐，更深入地参与到新一轮的全球化进程中，为中国汽车产业进一步发展壮大做出应有的贡献。

图 22：中国汽车产品出口贡献度加快上升(%)

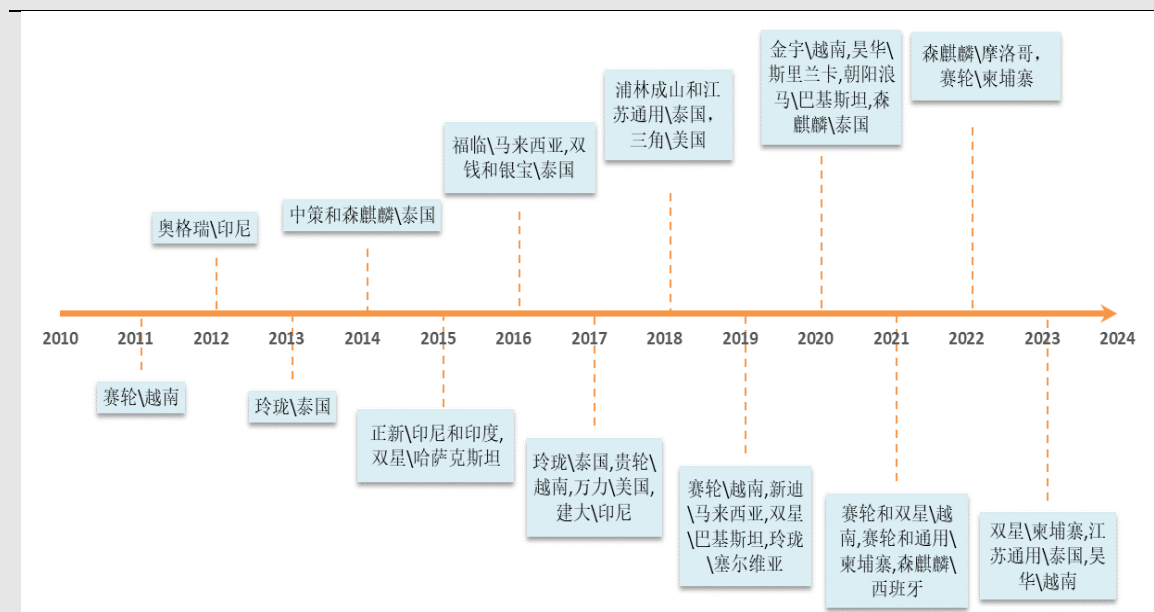


资料来源：世贸组织 (WTO)，国投安信期货

第二，虽然中国 20 号胶定位于国际化的特定品种，但是国际化并不彻底，比如交割库仅限于国内地区，而缺乏海外布局。为了更好地服务于中国“一带一路”发展战略和汽车产业出海，避免持续不断的贸易摩擦、争端和壁垒，作为汽车行业重要一环的国内轮胎企业提前在海外布局（主要是在泰国、马来西亚和越南等投资建厂），经过十多年的艰难探索，赛轮、中策、玲珑和森麒麟等不少国内知名轮胎企业产能陆续落地投产，基本上把握了宝贵的发展机遇，获得了良好的经济效益，意味着国内轮胎企业在“一带一路”发展战略支持下已经成功走出去了。据此，建议加快中国 20 号胶在海外市场设立交割库的进程，比如率先在泰国、马来西亚和印度尼西亚等 20 号胶主产地所在的港口，毕竟新加坡和日本 20 号期货交割地都

选在了泰国的曼谷港和林查班港，马来西亚的巴生港和檳城港。当我们积累了一定的经验教训之后，等条件成熟的话再布局越南的胡志明港和海防港，毕竟不少国内知名轮胎企业纷纷在越南投资建厂。

图 23：中国轮胎企业出海投资建厂之路



资料来源：互联网，公司公告，中国橡胶工业协会，国投安信期货

第三，上海国际能源交易中心 20 号胶作为继原油之后的第二个国际化的特定品种，运行五年之后流动性依然远不及上海期货交易所天然橡胶，导致主力期货合约价格波动更大，非主力合约甚至出现“跳空”的现象。而且，一般只有近月 2-3 个合约相对比较活跃，远期合约活跃度极低，不利于轮胎企业进行精细化的风险管理。为此，交易所更应该进一步加快开放的步伐，放松一些对投资者的非必要限制，尤其是对于那些成熟的机构投资者和产业投资者有条件地放松限仓约束，尽可能提高期货市场流动性或活跃度，努力扩大在全球市场的影响力，尤其是争夺在国际市场和轮胎圈内的定价权，打造成全球天然橡胶期货和现货市场的定价中心，真实客观地反映经济发展形势和橡胶产业格局，满足产业链相关利益者的实际需

求，尤其是汽车产业和轮胎产业。

综上所述，在新一轮新能源、智能化的科技创新产业周期下，汽车产业已经进入新一轮的发展周期，就像乔布斯引领了手机革命一样，在全球碳达峰、碳中和的发展趋势中，新能源革命日渐成熟，全球汽车市场竞争逐渐进入白热化的状态，美国和中国新能源汽车发展突飞猛进，日本汽车产业发展踟蹰不前。中国有望从汽车制造大国向汽车制造强国、汽车进口大国向出口大国的变迁，中国 20 号胶期货也发挥了自身的作用，助力中国汽车和轮胎企业“走出去”，推动中国汽车和轮胎产业转型升级。未来将继续以经济发展和产业需求为导向，进一步完善相关规则和制度，在国际化的过程中尽可能做细做精，满足国内外投资者多元化的实际需求，发挥应有的作用和做出更多的贡献。

【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路1号高新大厦12层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路168号17楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

