季节性供需形势转换　沪胶宽幅震荡为主

——2021 年上半年橡胶市场回顾与下半年展望

作者：软商品组 张向军

执业编号：F0209303(从业)　Z0002619（投资咨询）

联系方式：010-68578692/

zhangxiangjun@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

2021 年上半年沪胶走势为冲高回落，先是在天胶停割期借助下游企业复工迅速以及疫苗推广令疫情得到控制有望，还有美国推出新的经济刺激政策等利多题材推高胶价，主力合约一度上冲至 17000 元上方。不过，在高胶价刺激下主要产区表示将提前开割，且通胀迹象显现市场担忧美国将调整宽松货币政策，胶价在 2 月底开始回落，在 14000 元、13000 元等关口尝试做底均未成功。汽车产销量季节性萎缩，轮胎终端需求疲软且出口因海运费高涨等因素受到制约，下游消费形势对胶价有利空压力。

下半年割胶进入旺季，而国内汽车也将结束淡季生产转为逐月增长，且困扰全球汽车行业的芯片短缺问题也将出现缓解，后期供需形势将较二季度相对偏向利多，胶价有望回升。不过，宽松货币政策可能会逐渐收紧，宏观面对于包括橡胶在内的大宗商品价格走势预计会有偏空影响。

所以，预计下半年沪胶价格可能会冲高回落，RU 主要在 12600-16000 元之间震荡，NR 则在 10200-12000 元区间波动。天胶产区的天气状况及疫情形势是供应端的重要影响因素，而需求端主要应该关注宏观经济刺激政策和国际贸易形势的指引。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目 录

第一部分　天胶价格历史表现回顾 3
一、天胶现货价格长期走势 3
二、沪胶期货近年反复探底 4
三、2021 年上半年天胶期货行情回顾 5
第二部分 全球天胶供应预计增加 6
一、主产国陆续开割　高胶价刺激产量增加 6
二、中国新胶上市提速 外胶进口也有增长 10
第三部分 全球橡胶需求相对稳定 11
一、国外汽车生产增长不一　缺芯影响不可轻视 11
二、国内汽车产销同比恢复增长 轮胎产量保持上升 13
第四部分　供需平衡表预测及解析 15
第五部分　橡胶价差分析 16
一、天胶期现价差分析 16
二、天胶期货合约跨期价差分析 17
三、天然橡胶与合成橡胶价差分析 18
四、天然橡胶（RU）与 20 号胶（NR）价差分析 18
第六部分 对沪胶两品种的技术性分析 19
一、技术分析 19
二、季节性分析 20
三、天胶期权分析 21
第七部分 对 2021 年下半年天胶市场的展望和操作建议 22
第八部分 涉胶企业风险管理分析 23
一、　天胶生产企业策略 23
二、天胶制品生产企业策略 25
三、橡胶贸易商策略 26
第九部分 相关股票价格及涨跌幅 27

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

第一部分　天胶价格历史表现回顾

一、天胶现货价格长期走势

图 1-1 国内天然橡胶现货价格长期走势
资料来源：WIND　方正中期期货研究院

自 2000 年以来，二十年中天胶价格走势主要分为两个阶段。一是在 2011 年 2 月之前，胶价处于上升阶段，十年间由 6000 元左右上涨至 40000 元。中国轮胎、汽车产业快速发展是提振橡胶需求的主要原因，即使 2008 年美国次贷危机爆发以及 2009 年美国对中国实施的“轮胎特保案”，也只是短暂打断胶价上涨的步伐，后来随着中国汽车产量年度增幅达到 30%、40%所带来的旺盛需求，以及各国经济刺激政策发力和天胶主产区出现灾害性天气，胶价逐渐加速上升。

第二阶段是在 2011 年 2 月之后，胶价冲高回落，进入长期寻底阶段。2011 年国内汽车产量较 2010 年减少 1.3%，而 2010 年产量的同比增幅达到 31%。此后年度增幅仅 2013、2016 年达到两位数，2012、2014、2015、2017 年同比增幅由 8%降至 3%，2018、2019 年更是连续两年出现负增长。下游需求减弱对胶价的支持作用降低。此外，货币流动性收紧、欧洲危机及日本大地震、贸易摩擦加剧等因素对胶价也构成压力。还有，在前几年胶价处于历史高位时期，胶树种植面积连续扩大，导致天胶产量增加。供需形势由紧到松是胶价长期走弱的重要原因。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

二、沪胶期货近年反复探底

图 1-2、沪胶指数长期走势

资料来源：文华财经、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

沪胶自 2002 年起开始进入长期上涨，到 2011 年达到历史高点，期间在 2008 年受美国次贷危机的影响一度深幅下跌，但总体上在这近十年的时间里沪胶表现为牛市行情。千禧年之后，中国汽车、轮胎产业先后扩大产能刺激天胶需求，而国内橡胶产量远远跟不上需求增长的步伐，对进口橡胶的依赖也越来越强，刺激国际胶价持续走高。2004 年天胶进口量为 128 万吨，到 2014 年进口量已达到 256 万吨，正好翻了一倍。进口增加的同时橡胶价格也在不断攀升，自 2006 年起国内胶价突破 2 万关口，是 2002 年初的三倍，日本期货胶价在 2002~2006 年期间也上涨了 2.4 倍（折合美元价），胶价大幅上涨极大刺激国内外扩种胶树的热情，虽然 2008~2009 年全球经济危机一度打压胶价回到万元以下，但持续时间很短。而在中国推出四万亿元的刺激计划之后，随着汽车产能迅速增加，天胶需求也水涨船高，胶价更是接连突破三万、四万关口。

不过，胶价在 2011 年突破四万大关之后开始长达近十年的下跌，虽然 2016 年一度出现反弹，但弱势格局持续 2020 年一季度。国内汽车及轮胎产量增幅在 2009 年之后双双回落，2011 年汽车产量更是出现负增长，尽管 2012 年恢复增加，不过增速明显低于 2010 年之前的水平。而到了 2018 年下半年产量再次出现同比负增长。不仅是国内汽车增速放缓影响天胶消费，而且胶价处于高位期扩种的胶树也纷纷进入产胶期，

天胶供应逐渐增加。此外，美国退出量化宽松刺激、对中国输美轮胎进行“双反”制裁、中国经济增速放缓等因素也对胶价有负面影响，这使得胶价探底走势十分漫长。

2020 年初，受突发公共卫生事件的冲击，胶价一度创下数年来的新低。随后，各地纷纷出台汽车消费刺激政策，国内汽车产量连续 13 个月同比增长。而且，因产区推迟开割以及不利天气的影响，天胶出现减产。还有，医疗防护用品需求增加导致天胶原料分流，期货仓单数量同比大降，胶价突破长期底部区走高。

三、2021 年上半年天胶期货行情回顾

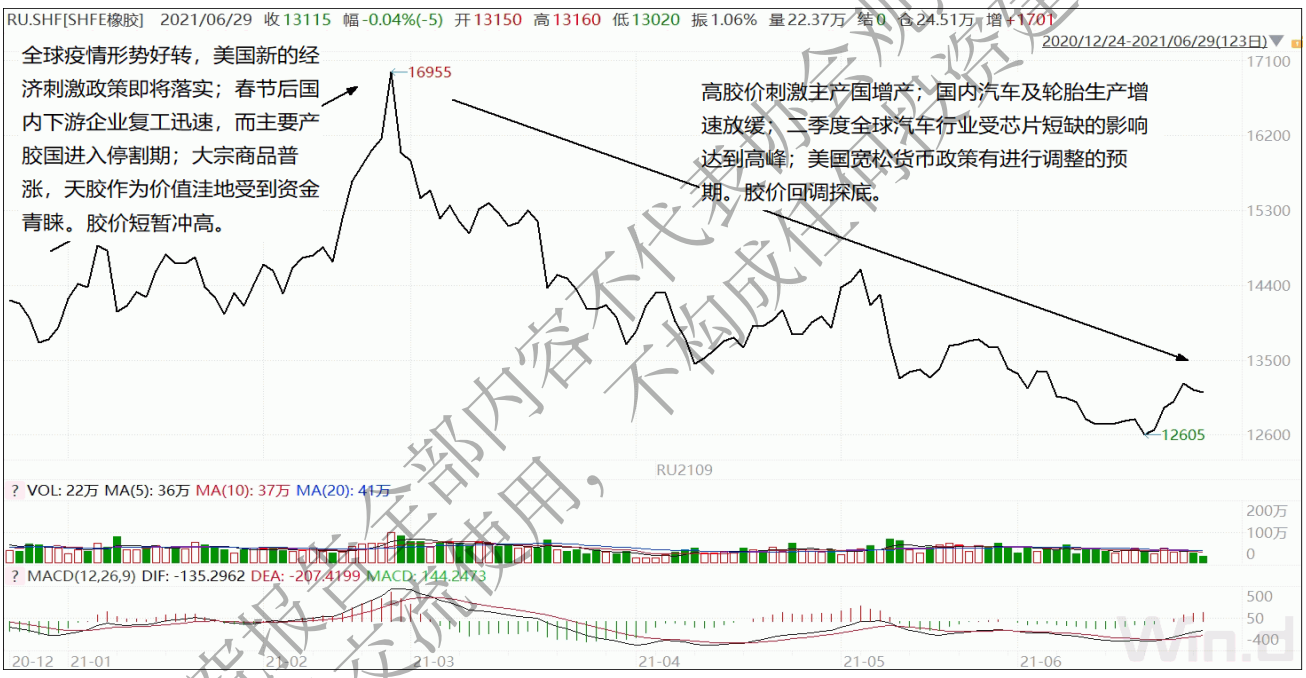


图 1-3、沪胶指数 2021 年上半年走势
资料来源：文华财经、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表公司观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

2021 年上半年沪胶走势是冲高回落，可以分为两个阶段：

（一）1~2 月份突破整理走高

2021 年 1 月份沪胶延续前期震荡整理走势，春节后放量上行，主力合约在 6 个交易日内上涨了约 2700 元，一度突破 17000 元关口。全球新冠疫情扩散速度持续放缓，且美国新经济刺激政策即将落实，宏观面向好提振投资者人气。还有，节后下游企业陆续复工迅速，而主要产胶国陆续停割，供需形势也相对利多。另外，以原油、有色金属及部分能化产品为龙头，2 月份中下旬大宗商品普遍上涨，橡胶作为沉寂许久的重

要价值洼地也受到资金青睐。不过，由于天胶短期内价格涨幅偏大，部分投资者获利回吐使得胶价在 2 月末出现超过千元幅度的调整。

（二）3~6 月回落探底

美国国债收益率走高引发对于宽松货币政策可能会逐渐收紧的担忧，包括原油、有色金属等重要的大宗商品普遍冲高回落，胶价出现 V 型反转。沪胶主力合约在六个交易日内下跌了两千余元， 3 月 19 日胶价因国际原油大幅下跌而再次深幅走低，宏观面偏空且国内产区可能提前开割的传闻带来压力，到 3 月末沪胶一度跌破 14000 元关口。4 月份中国、越南、泰国等产区陆续开割。按传统，宋干节（4 月 13 日）后，泰国自北至南开割，今年物候较为正常，且胶价相对较高，天胶增产的预期强烈。

二季度东南亚及印度的疫情较为严重，下游行业因生产较为集中易造成人员传染而不得不降低开工，需求下降对胶价造成较大压力。泰国、马来西亚对人员集中和流动加紧控制，天胶消费短期内难以恢复正常。上游割胶环节受疫情影响相对较小，天然橡胶生产国协会（ANRPC）预计 2021 年全球产量将恢复增长，供需阶段性差异对胶价有利空影响。

国内汽车生产自 3 月以来进入传统淡季，7 月起实施新的尾气排放标准使得重卡的更新需求在逐渐减弱。此外，由于海运费高涨且集装箱短缺，对轮胎出口形成制约。国内市场因汽车生产处于淡季，配套需求有所降低。而物流业面临运费偏低，竞争激烈的局面，轮胎替换周期有所延长。终端消费减弱对胶价的支持作用减弱。

不过，沪胶在 6 月中下旬多次下探至 12500 元附近获得支撑，胶水与橡胶价格一度倒挂。长期看，全球经济正在恢复中，预计橡胶产量及消费量会双双增长。与原油、铜等重要商品相比，天胶估值较低，制胶成本对胶价构成一定支持。6 月下旬沪胶重回 13000 元关口上方，探底走势有望结束。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

第二部分 全球天胶供应预计增加

一、主产国陆续开割 高胶价刺激产量增加

由于 2021 年初橡胶价格处于近年来高位，多数产区提前开割的意愿强烈。尽管进入 2021 年二季度以来东南亚主产区新冠疫情形势严峻，但目前尚未显示割胶进度受到显著影响。反倒是，由于年初胶价相对近年偏高，各地割胶进度有一定提前。近十年主要产胶国（马来西亚、泰国、印度尼西亚、中国、越南、印度等）天胶种植面积平均值为 1095.86 万公顷，2016 年出现 1135.63 万公顷的历史峰值，2020 年为 1121.42

万公顷，较峰值时下降了 1.3%，高于近十年平均值 2.3%。所以，近年天胶的潜在产能依然很高，除去天气因素之外，胶价表现对产量的影响相当重要。

表 2-1：　近两年主要产胶国天胶原料价格对比

	中国海南制全乳胶胶水价格	泰国合艾田间胶水价格	马来西亚杯胶价格
2021 年 6 月	12300 元/吨	49.5 泰铢/千克	613.5 仙/千克
2020 年 6 月	9100 元/吨	44.3 泰铢/千克	415 仙/千克

数据来源：隆众资讯　方正中期研究院整理

据天然橡胶生产国协会(ANRPC) 5 月最新预测，2021 年全球天胶产量料同比增加 5.8%至 1381.2 万吨，较 3 月份预测值稍有上调。其中，预计泰国增产 6.9%、印尼增产 2.8%、中国增产 18.5%、印度增产 13.9%、越南增产 4.2%、马来西亚增产 8.8%。

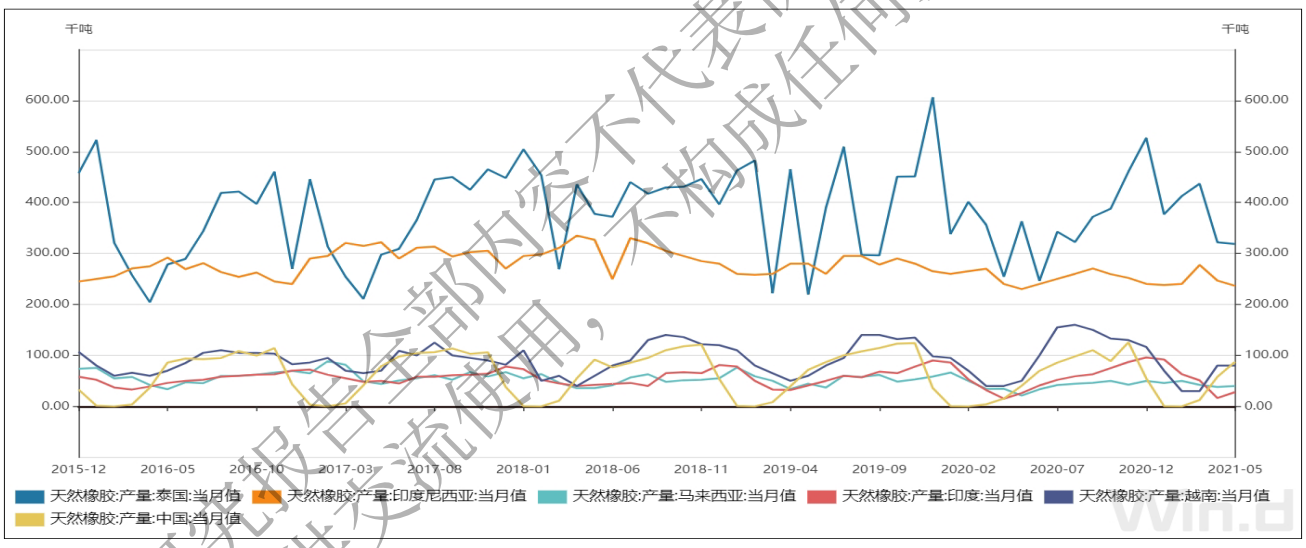


图 2-1 主要产胶国天然橡胶生产形势
数据来源：WIND 方正中期研究院整理

总体而言，今年开割后国内外主产区降雨情况基本有利于原料的生产，但疫情传播对天胶上下游生产带来很大不确定性。

1、泰国

据泰国橡胶协会预计，2021 年天胶产量有望达到 485 万吨，高出 2020 年产量约 10 万吨，基本与 2019 年持平。今年 1-6 月份已累计产胶 215.37 万吨，较 2020 年同期多出 19.39 万吨。泰国在 5 月底宣布延长紧急法令至 7 月 31 日，原计划于 6 月 1 日开放的 5 大类场所统一延迟 14 天再做开放。天胶下游产品多为

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

工业化生产，易受疫情传播的影响。上游割胶是分散性生产，暂时所受影响有限。不过，跨境人员流动受到限制，劳力短缺可能影响后期新胶开割进度。

受下游消费萎缩的影响，5 月末起泰国天胶原料价格持续走低，其中田间胶水由 5 月 25 日的 65 泰铢/公斤下降至 6 月 30 日的 48.5 泰铢/公斤，同期杯胶价格由 46 泰铢降至 43 泰铢。为了稳定胶价，泰国橡胶管理局（RAOT）采取了增加农民协会橡胶采购量、橡胶销售延期项目等措施。6 月还要看天气及疫情的影响。

2、印度尼西亚

印尼在进入 6 月以来新增病例创 2 月下旬以后的新高，6 月 30 日宣布实施紧急限制令。7 月初连续三日新增确诊病例超过 2.5 万手，7 月 3-20 日期间在爪哇岛和巴厘岛实施紧急公共活动限制措施。2021 年 1-6 月累计产胶 148.21 万吨，较上年同期减产约 13.6 万吨。印尼农业部最新公布的数据显示，2021 年印尼天然橡胶产量预计达 312 万吨，较 2020 年同期的 288 万吨增 8.2%。

3、马来西亚

马来西亚封锁措施延长至 6 月底，但天胶生产、加工及出口基本正常，2021 年 1-6 月份新胶产量为 25.7 万吨，同比增加约 1.7 万吨。据马来西亚橡胶委员会 (MRC)公布的统计数据，2021 年第一季度，马来西亚橡胶产业出口额达 218.4 亿林吉特，同比增长 169.6%。其中，橡胶手套等橡胶制品出口 195.4 亿林吉特，同比增长 213.8%。分析指出，橡胶产业出口额猛增，主要是得益于应对疫情所需橡胶手套出口的大幅增加所致。

4、越南

越南到 5 月底已开割面积达到九成，1-6 月累计产胶 35 万吨，较 2020 年同比减少 4.6 万吨。据越南工贸部公布的初步数据显示，1-5 月越南出口天然橡胶合计 23.4 万吨，较去年的 14.7 万吨同比增加 59%。其中，标胶出口 16 万吨，同比增 55%；烟片胶出口 2.6 万吨，同比增 63%；乳胶出口 4.5 万吨，同比增 80%。

据气象部门预测，近期暂无拉尼娜或厄尔尼诺现象发生的迹象，东南亚产区陆续进入割胶旺季，总的来讲天气情况对割胶有利。不过，7-9 月是当地台风多发季节，如果在主产区登陆，则大风及高强度降雨对胶树生长和割胶行动可能造成不利影响。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

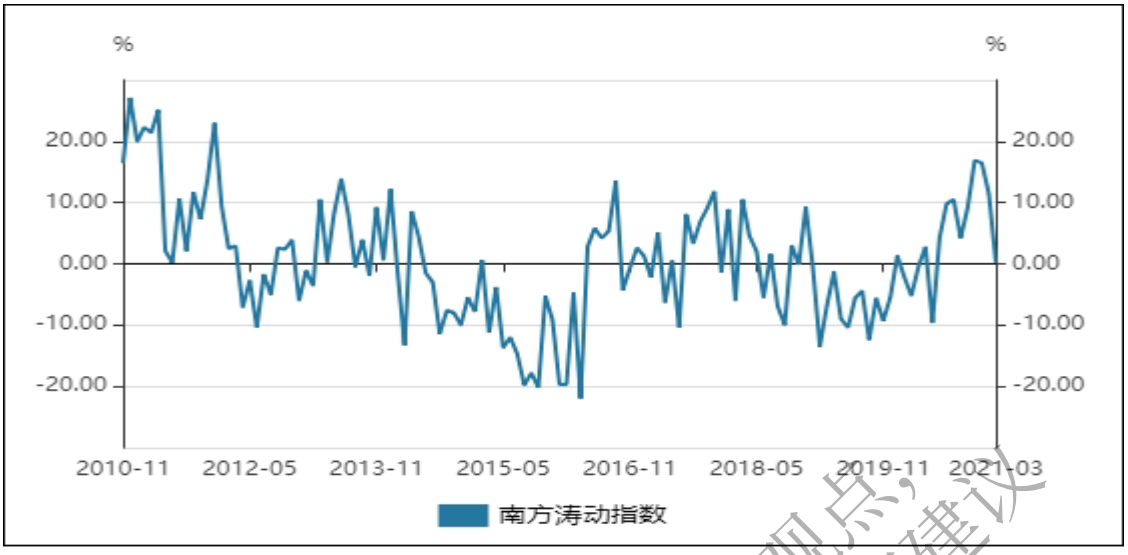


图 2-2　东南亚地区近 30 天实际降雨

资料来源：　WIND　方正中期研究院

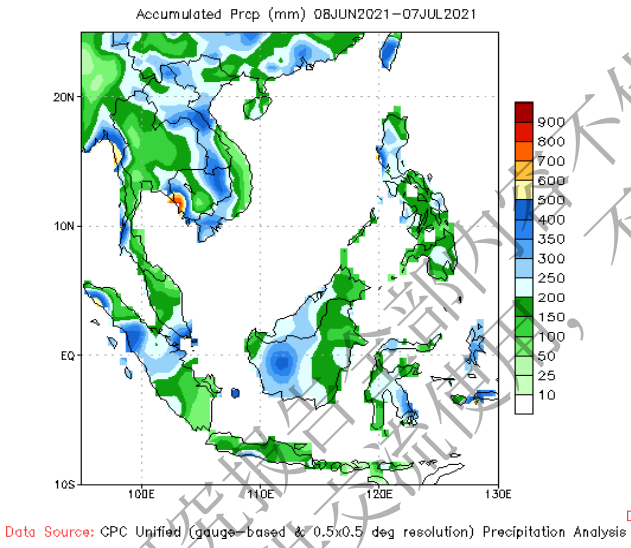


图 2-3　东南亚地区近 30 天实际降雨

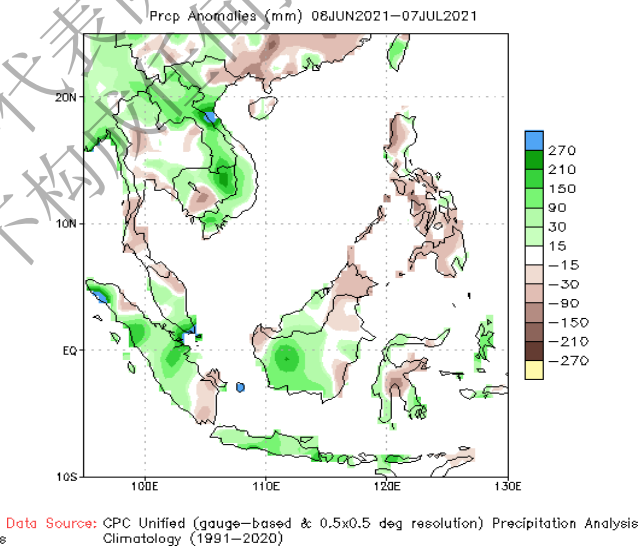


图 2-4　东南亚地区近 30 天降雨与 30 年同期距平

资料来源：　CPC　方正中期研究院

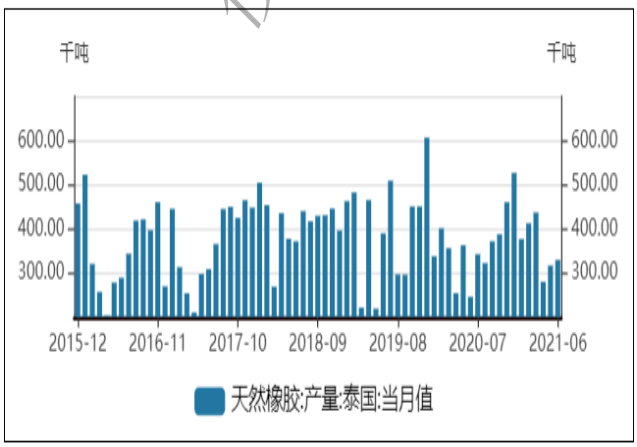


图 2-5 泰国天胶月度产量

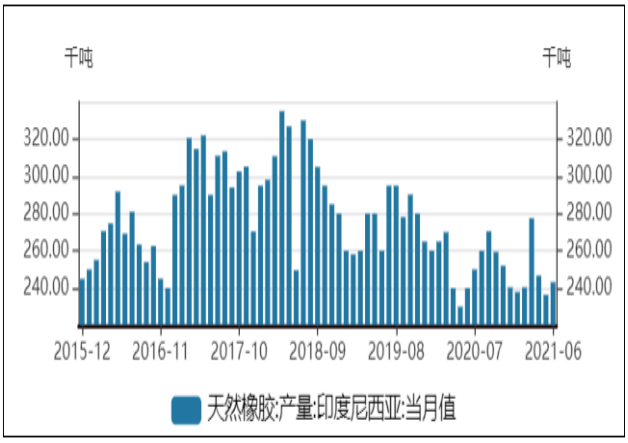


图 2-6 印尼天胶月度产量

研究报告内容部分观点，不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

资料来源： WIND 方正中期研究院

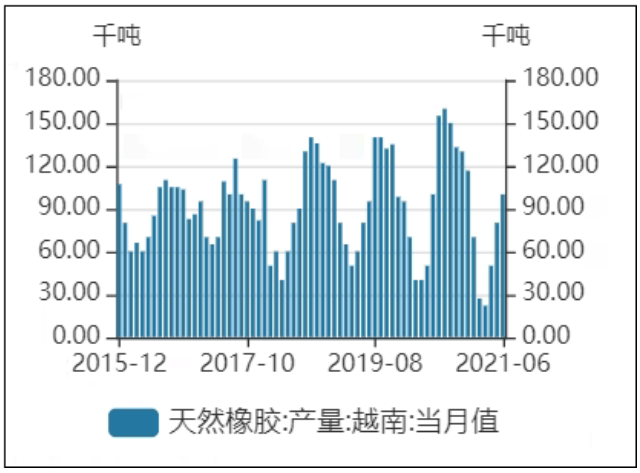


图 2-7 越南天胶月度产量

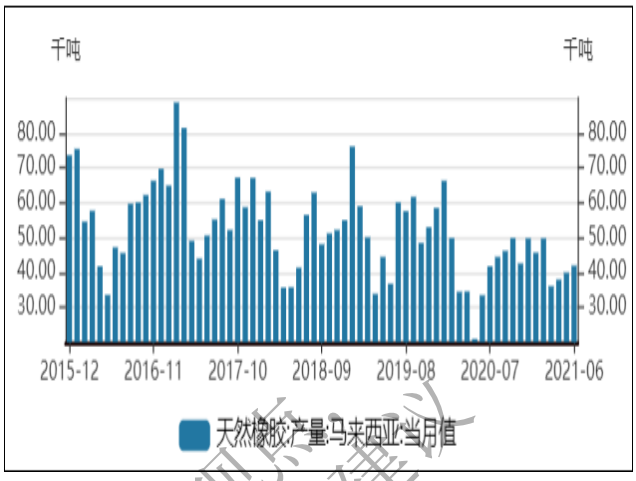


图 2-8 马来西亚天胶月度产量

资料来源： WIND 方正中期研究院

二、中国新胶上市提速 外胶进口也有增长

进入 4 月份之后，国内云南、海南产区陆续开割，海南割胶进展较为顺利，云南产区因部分胶树有白粉病情而推迟开割。截止 6 月下旬，版纳胶树开割率尚可，整体来看约 8-9 成，胶树产胶量基本正常，但前期白粉病影响还在，长势一般的胶树产量仍偏低。另一方面，受雨季降雨偏多影响，胶农割胶工作遇阻，故总体来看胶水产量尚未大幅提量，旺产期预计 8 月中旬以后。目前胶水干含大约 30%附近，基本正常。5 月中旬之后，胶水价格跟随沪胶一路走跌，截止 6 月 28 日，版纳胶水价格参考 11.9-12.4 元/吨，不同片区价格差异性较大，加工厂之间仍有原料争夺现象。

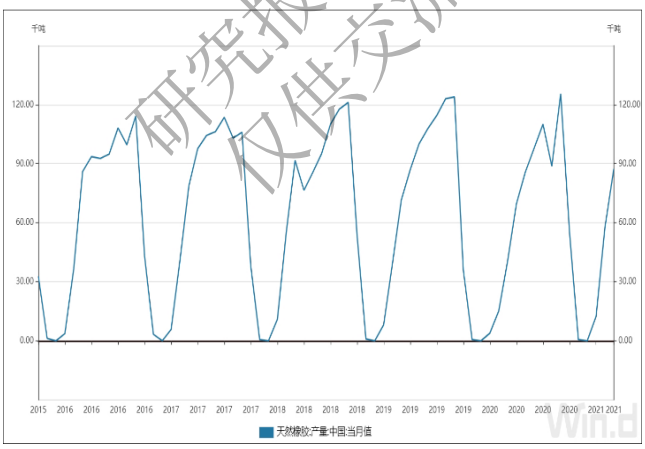


图 2-9 国内天胶月度产量

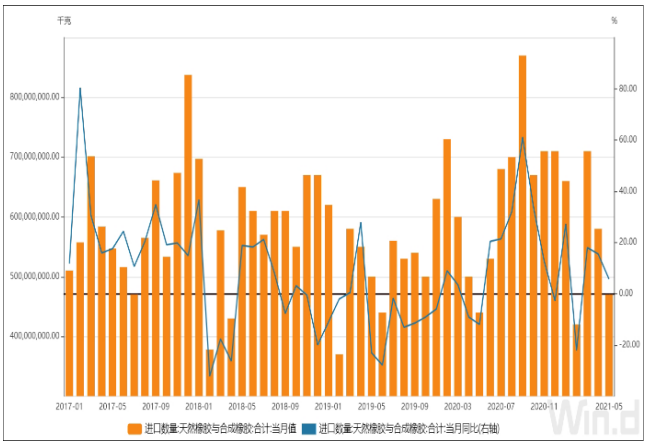


图 2-10 国内进口天胶与合成胶月度数量

资料来源： WIND 方正中期研究院

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

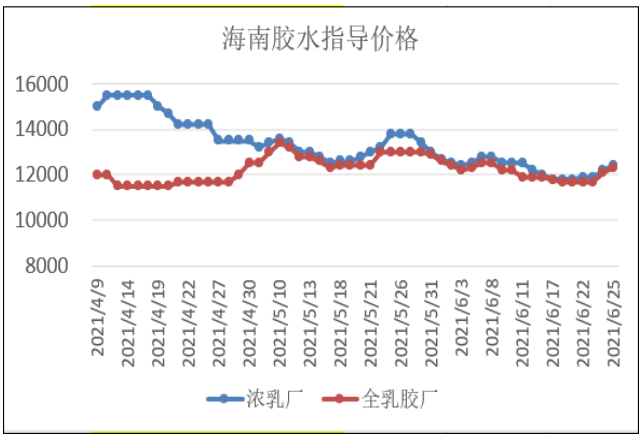


图 2-11 海南胶水价格

资料来源：隆众资讯 方正中期研究院

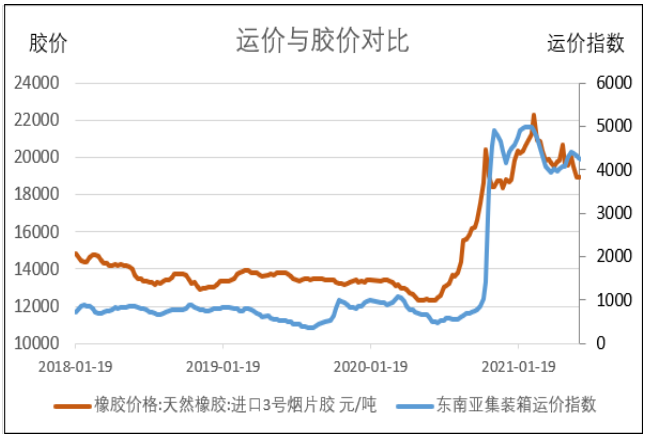


图 2-12 东南亚运价与国内橡胶价格的对比

资料来源： WIND 方正中期研究院

截至 6 月末，国内天胶产量达到 24.32 万吨，较 2020 年同期增产 11.35 万吨。以往 7-11 月是产胶高峰期，预计 2021 年国产胶数量可能达到 80 万吨以上。

2021 年 1-5 月累计进口量 219.91 万吨，累计同比上涨 6.87%。其中，2021 年 5 月天然橡胶进口量 34.67 万吨，环比下跌 10.63 万吨，跌幅 23.47%，同比上涨 0.58 万吨，涨幅 1.71%。标准胶进口 16.41 万吨，混合胶进口 17.61 万吨，复合胶进口 0.66 万吨。由于海运费高涨且集装箱紧张，6、7 月份进口胶到港量预计偏低，天胶库存下降的趋势还将延续。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

第三部分 全球橡胶需求相对稳定

一、国外汽车生产增长不一 缺芯影响不可轻视

2021 年初欧洲疫情一度出现反复，但随着疫苗推广进展，发达经济体的疫情基本得到控制。尽管车用芯片短缺问题持续困扰全球汽车产业，但并未阻挡汽车销售形势回暖的势头。5 月份，欧美汽车市场继续回暖，销量呈稳步增长态势；其中以英国表现最为突出，销量暴增 7 倍，较 2019 年 5 月的数据相比，销量仍然下滑了 14.7%，与 10 年来的 5 月平均销量相比也下降了 13.2%。

5 月德国总体新车销量达 230,635 辆，同比提升 37%。前 5 个月，德国新车累计销量同比提升了 13%，至 112 万辆。

5 月法国新车总销量为 141,041 辆。尽管同比实现大增，但与 2019 年同期的 193,948 辆相比，依然下降了 27%。截至 5 月，法国今年的累计汽车销量同比提升了 50%，至 723,257 辆。

在公布美国月度销量数据的车企中，大多数均较去年同期实现了 40%以上的增幅。

今年前五个月，意大利累计新车销量达 735,125 辆，比 2020 年同期增长 63%。

前五个月，西班牙汽车累计销量达 360,057 辆，同比增长 40%，但较 2019 年同期仍低 36%。5 月份，西班牙汽车销量为 95,403 辆，相较去年同期受疫情大流行严重冲击的销量（34,338 辆）来说，同比大增 178%。

1-5 月，俄罗斯的新车销量增长了 39%，达到 663,312 辆。5 月份，俄罗斯共售出 147,378 辆新乘用车和轻型商用车，较去年同期大增 133.8%。

今年前五个月，日本累计新车销量同比上涨 12.8%至 2,098,955 辆。5 月，日本汽车销量同比增长 46.3%至 319,318 辆。

2021 年 5 月，韩国国内汽车销量总计下降 15%，至 124,145 辆，而去年同期为 146,130 辆。前五个月，韩国国内汽车总销量为 618,323 辆，同比降幅小于 1%。

今年 5 月，印度汽车零售销量达到 103,267 辆，同比增长 208.6%。前五个月，印度累计汽车零售销量完成 1,361,282 辆，同比增长 29.6%，比 2019 年同期下降 21.4%。

巴西今年 5 月份共生产 98.15 万辆车，同比实现 55%增长。

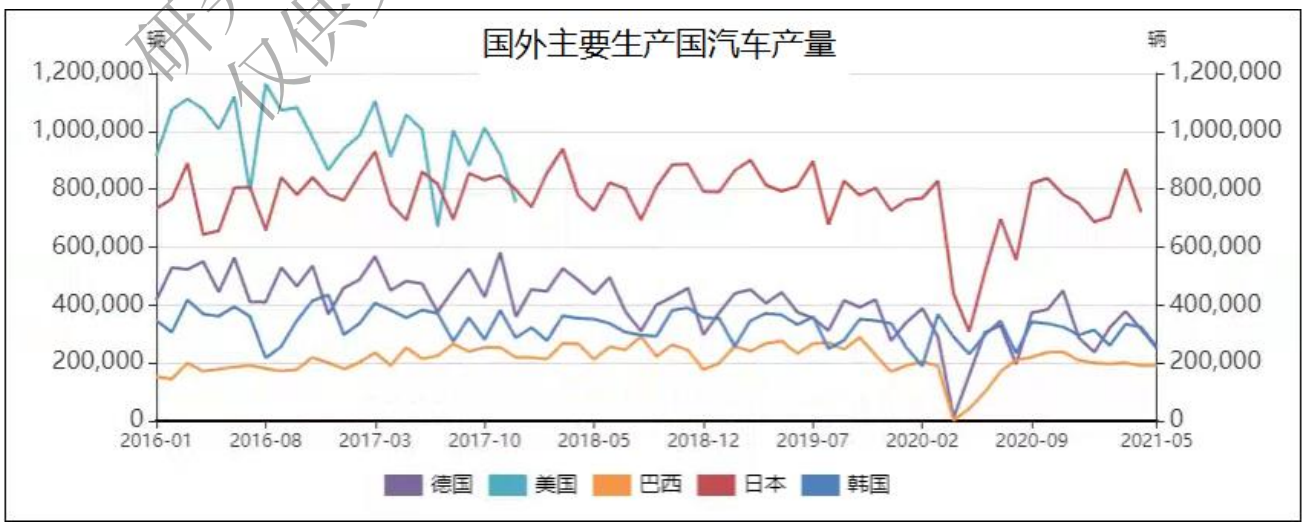


图 3-1　主要汽车生产国产量

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

资料来源 WIND　方正中期研究院

全球汽车行业基本摆脱疫情影响在逐渐恢复，但是车用芯片短缺问题成为汽车生产新的制约因素。市场认为因此可能会导致全球汽车减产 390 万辆，而二季度是汽车行业“缺芯”最严重的阶段，预计下半年形势可能会有好转。

二、国内汽车产销同比恢复增长 轮胎产量保持上升

（一）汽车产销保持增长 重卡销售开始减速

2021 年 1-5 月，国内汽车消费总体保持稳定。汽车产销量分别达到 1062.6 万辆和 1087.5 万辆。与 2020 年同比分别增长 36.4%、36.6%，与 2019 年同期相比，增幅分别为 3.6%、5.8%。

其中，乘用车产销与 2020 年同比分别达到 39.1%和 38.1%，商用车产销同比为 27.8%和 31.9%。与 2019 年同期相比，乘用车产销量增幅为-1.4%、0.3%，商用车产销量增幅为 26%、30.6%。

值得注意的是，2021 年 5 月重卡市场销售量在 15.8 万辆，环比下降 18%，同比减少了 2.1 万辆，下滑 12%。这样，自 2020 年 4 月开始并持续 13 个月增长的势头终于结束。今年 6 月份，我国重卡市场预计销售各类车型 15.3 万辆左右（开票数口径），环比下降 6%，同比下滑 10%，虽然有关部门规定 2021 年 7 月 1 日起全面实施重型柴油车国六排放标准，但还有不少地区表示会延期实施，且延期 6 个月的至少有 10 个省、直辖市、自治区。这样，7 月之前置换需求已基本得到释放，后期重卡销售形势不乐观。

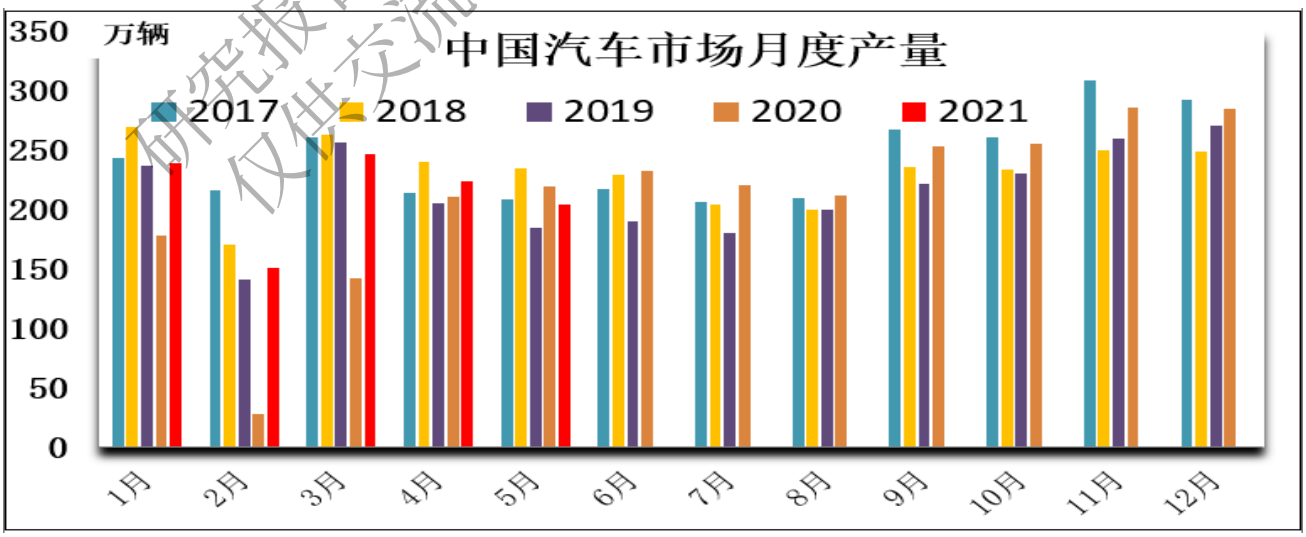


图 3-2　国内汽车月度产量
资料来源 中汽协　方正中期研究院

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

（二）轮胎产量继续增加

2021 年 1-5 月国内橡胶轮胎外胎产量较上年同期增 35.1%至 3.76 亿条。汽车产销增长提振轮胎配套需求，此外轮胎出口形势也相对向好。今年前五个月，中国橡胶轮胎累计出口量为 290 万吨，同比增长 37.6%；从轮胎出口条数看，前五个月新的充气橡胶轮胎累计出口量为 2.36 亿条，同比增幅高达 47.5%。不过，海运费用高涨，且集装箱短缺制约中国轮胎出口，国外轮胎企业自去年疫情之后正逐渐恢复正常生产，对中国出口造成一定压力。

7 月底之前是国内汽车生产淡季，轮胎配套需求下降。8 月份之后汽车生产将逐月增长，轮胎企业开工情况预计会有好转。

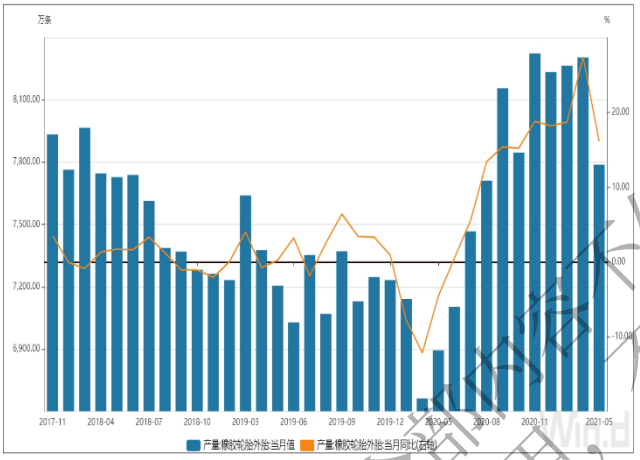


图 3-3　国内轮胎外胎产量

图 3-4　国内轮胎企业开工率

资料来源 WIND　方正中期研究院

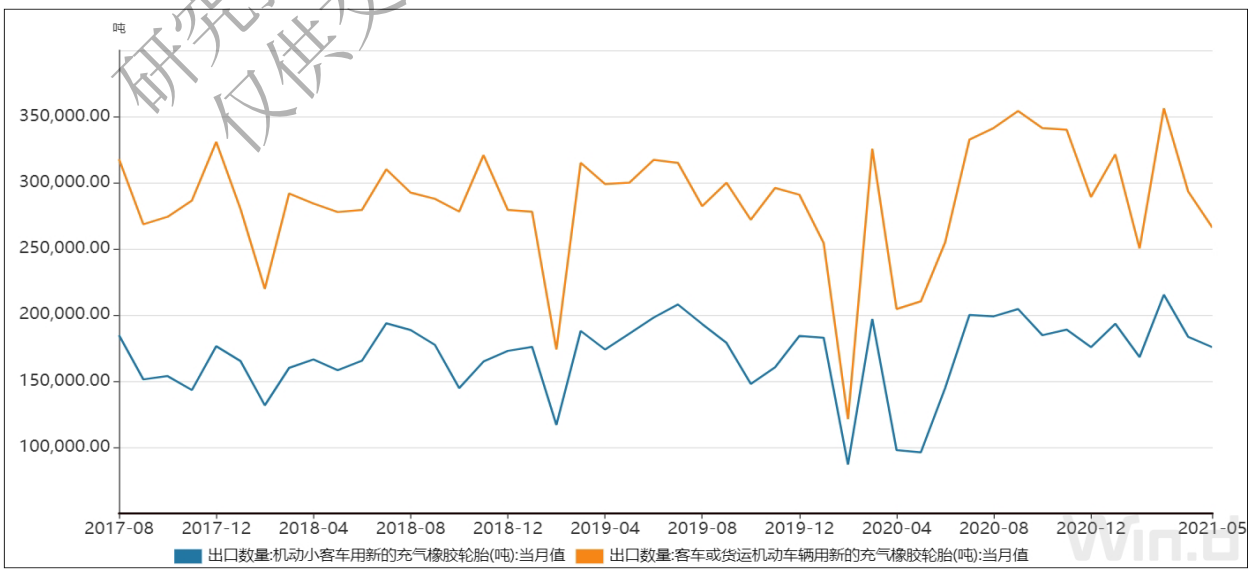


图 3-5　汽车充气轮胎出口情况

研究报告全部内容代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

资料来源 WIND　方正中期研究院

第四部分　供需平衡表预测及解析

表 4-1：天然橡胶生产国协会成员国(ANRPC)供需形势

单位:万吨	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年（预期）
产量	1355.1	1388.7	1384.1	1267.8	1380
进口量	770.5	781.4	746.4	736.5	755
出口量	1043	1030.9	978.4	938.1	980
消费量	1320.3	1376.4	1377.8	1282.7	1345

数据来源：Wind 资讯　方正中期研究院整理

2021 年全球天胶生产预计同比增加，较高的胶价有刺激作用。不过，东南亚主要产区新冠疫情仍很严重，不排除因限制人员流动导致劳动力短缺，继而造成割胶进度迟缓的局面。近年来主要产胶国胶树种植面积处于历史高位，天胶潜在产能不可轻视，预计 2021 年天胶产量有望回到 1380 万吨左右，较 2020 年增加近 9%。消费量和进出口数量也有望随着经济活动恢复而有所增长，全球疫情形势以及经济刺激政策的调整将是重要影响因素。

表 4-2：中国天然橡胶供需形势

年度	产量	进口量	消费量	结余变化
2018 年	81.84	540.98	567.00	+55.82
2019 年	81.23	505.77	554.38	+32.62
2020 年	68.82	564.35	542.97	+90.20
2021 年（6 月预测）	80.00	570.00	570.00	+80.00

数据来源：Wind 资讯　方正中期研究院整理

2021 年云南割胶进度迟于预期，当前已大部分开割，但受雨季影响尚未达到高产期。海南胶水上市放量，全乳胶及浓乳生产厂采购热情一般，收购价差收敛对全乳胶生产相对有利。对于国内天胶产量的预期 80 万吨。后期天气状况特别是台风等灾害性天气将成为影响天胶产量的关键因素。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

据中汽协预测，2021 年国内汽车产销量有望继续增长，整体增幅可能达到 6.5%。虽然受到车用芯片短缺的冲击，但预计下半年形势将会好转。1-5 月，汽车产销分别完成 1062.6 万辆和 1087.5 万辆，同比分别增长 36.4%和 36.6%。与 2019 年同期相比，产销同比分别增长 3.6%和 5.8%。此外，5 月橡胶轮胎外胎产量为 7787.5 万条，同比增 16.1%。1-5 月橡胶轮胎外胎产量较上年同期增 35.1%至 3.8 亿条。不过，5 月轮胎出口环比有所下降。5 月份，中国橡胶轮胎出口量为 54 万吨，环比减少 4 万吨，同比增长 42.4%。2021 年 1-5 月，中国橡胶轮胎累计出口量，为 290 万吨，同比增长 37.6%；累计出口金额为 437.63 亿元，同比增长 30.7%。但是，由于海运费高涨且集装箱短缺，对轮胎出口形成制约。整体看国内橡胶消费形较为稳定，可能达到 570 万吨。

国内对天胶进口的依赖程度较高，而且，由于国内天胶期现价差曾经较大，非标套利操作盛行，中国是长期的全球最大天胶进口国。2021 年 1-5 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）共计 283.3 万吨，较 2020 年同期的 259.8 万吨增长 9%。其中 5 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 46.6 万吨，较 2020 年同期的 44.1 万吨增长 5.7%。不过，近期东南亚天胶产区疫情较为严重，云南替代种植指标下发可能推迟，日常进口也因海运费偏高和集装箱紧张而受到限制。2021 年进口胶数量或许在 570 万吨左右。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

第五部分　橡胶价差分析

一、天胶期现价差分析

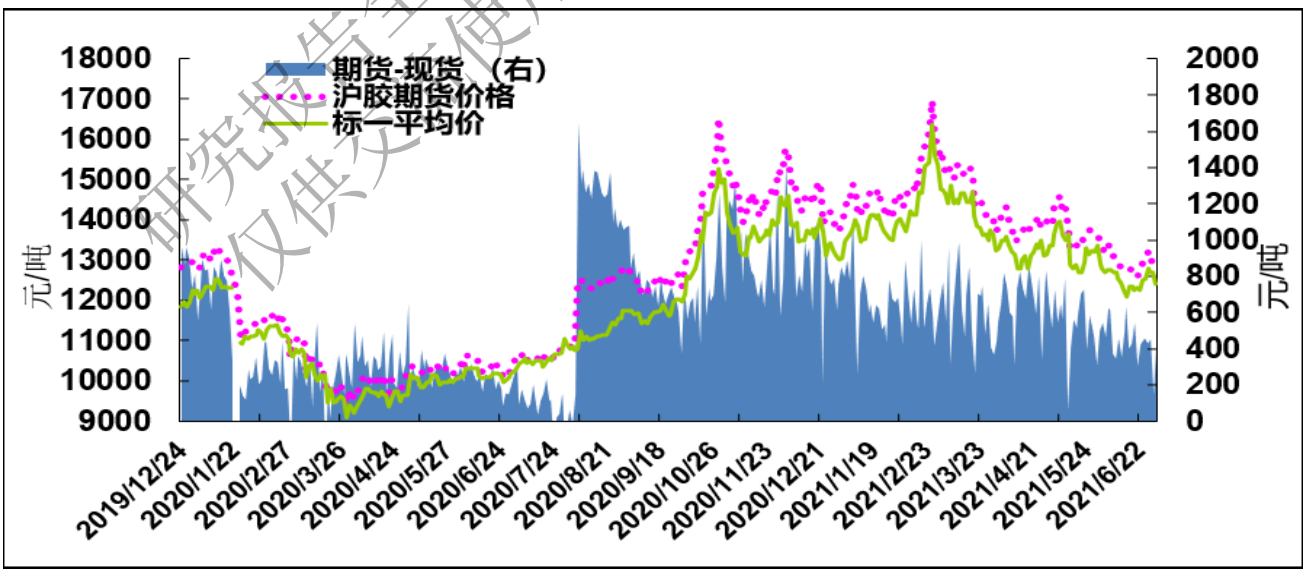
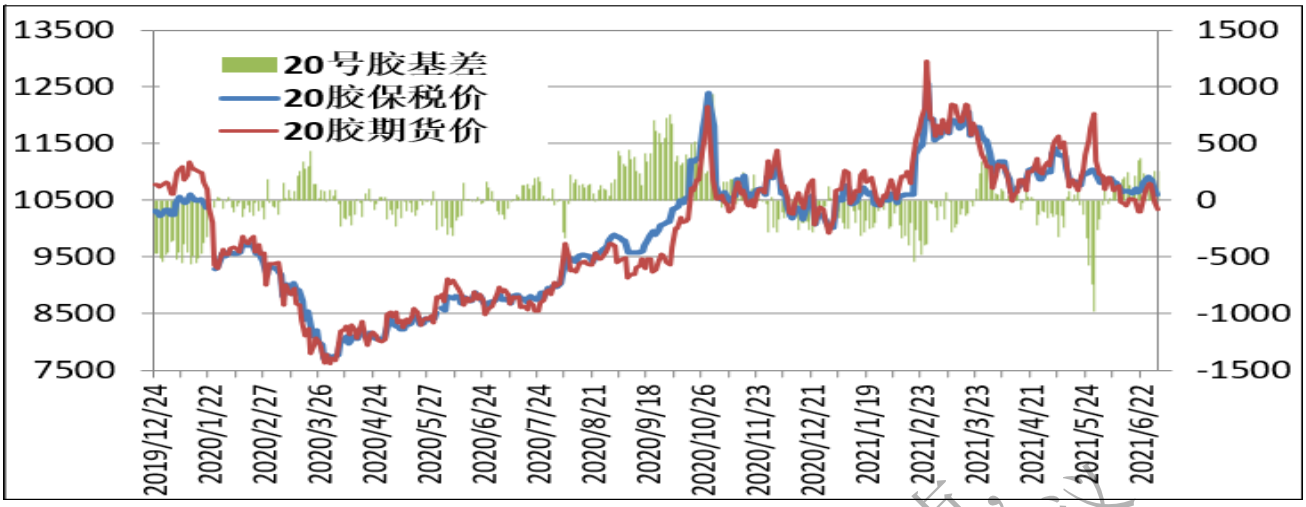


图 5-1、国内橡胶 RU 期现货价差
资料来源：WIND、方正中期研究院整理



注：20 号胶保税价是将青岛保税区内美元报价换算为人民币价格

图 5-2、国内 20 号橡胶期现货价差

资料来源：WIND 方正中期研究院整理

进入 2021 年以来 RU 橡胶期货（活跃合约）价格继续较现货长期存在升水，但呈现逐渐收敛态势，非标套利操作是主导胶价走势的重要力量。进入 6 月以来沪胶震荡探底，期现价差变化不大，但波幅均值较 5 月降低了 70 元左右，较 1 月份更是下降了 200 余元。目前现货供需面相对偏空，随着国内天胶产区陆续开割，后期将有大量新胶上市，期货仓单数量还会增加。这可能将抑制期胶价格的升幅。不过，以 RU2201 为代表的 2022 年到期合约成为期货主力之后，期现价差还会再度扩大。

2021 年大部分时间里，20 号胶基差在-500~300 元之间波动。由于 20 号胶期货换月较为频繁，且仓单有效期滚动计算，基差波幅相对较小。若出现基差绝对值超出 500 元的情况，可进行期现套利操作。

二、天胶期货合约跨期价差分析

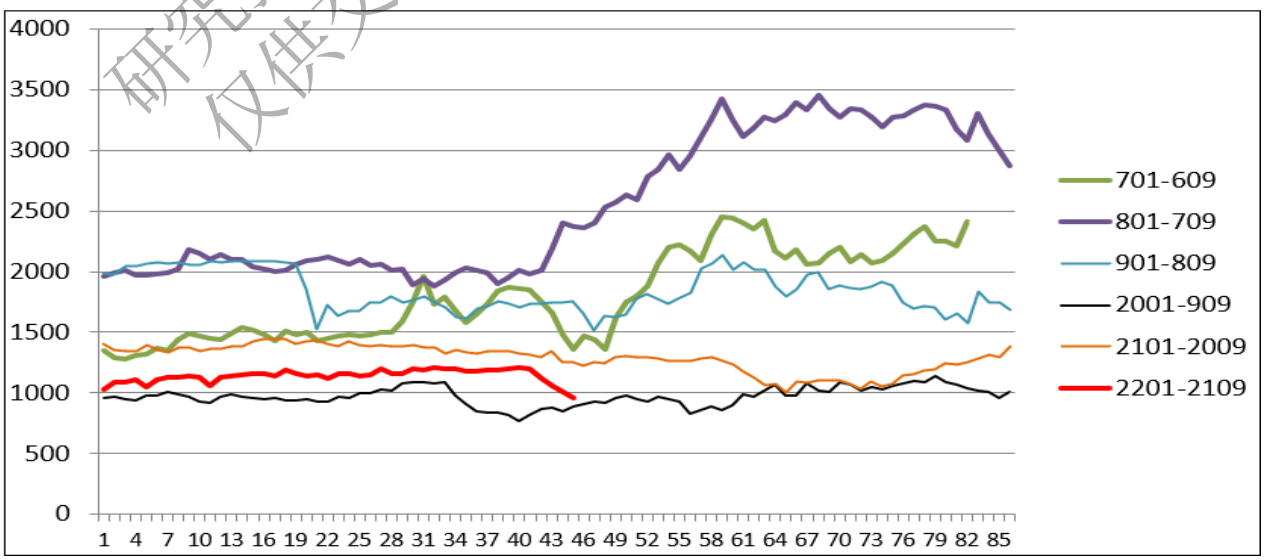


图 5-3、上海橡胶期货 9 月与 1 月合约价差

研究报告全部内容代表协会观点，不构成任何投资建议
仅供交流使用

资料来源：上海期货交易所、方正中期研究院整理

由于9月与来年1月合约分属两个不同年度，而且又存在当年11月合约交割后将注销陈胶仓单的因素，这两个合约间价差大部分时间在千元以上。近两年波幅主要在1000-1500元之间，当前2201与2109合约的价差在1000元附近波动，上下空间都较为有限。

三、天然橡胶与合成橡胶价差分析

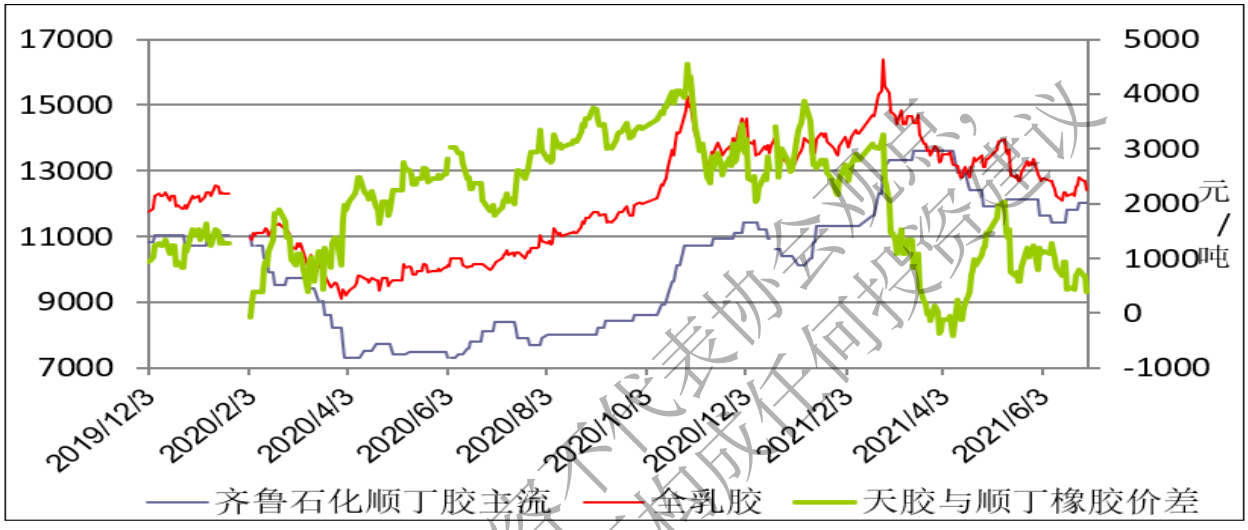


图5-4、天胶与合成胶走势对比

资料来源：Wind资讯、方正中期研究院整理

2021年以来天然橡胶与合成橡胶两者价差由3000元左右逐渐降至0元以下，6月底时在400元附近。原油走势强劲对合成胶价格构成支撑，而天然橡胶受天气、病虫害及公卫事件的影响割胶进展不稳定。目前天胶与合成胶价差处于近十年来的中等偏低水平，替代作用对天胶价格的支撑相对有限。

四、天然橡胶（RU）与20号胶（NR）价差分析

图5-5、国内5号与20号胶现货价差

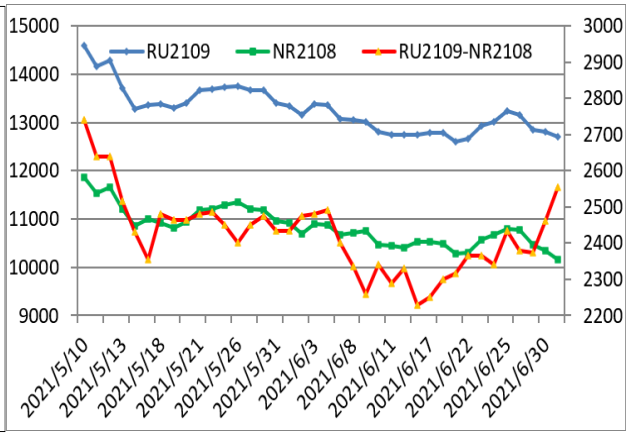


图5-6、RU2109与NR2108合约价差

研究报告全部内容代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

资料来源：WIND　方正中期研究院整理

进入 2021 年以来，20 号胶与 5 号胶现货价差以收敛走势为主。5 号胶交割品主要来自国产胶，生产原料与生产医用防护用品的浓乳胶构成竞争关系，在国际疫情依然存在的情况下，供应相对受限。20 号胶主要作为轮胎生产的原料，消费端受汽车、轮胎企业开工影响较大，而供应主要来自进口。年初时因供应差异较大，5 号胶与 20 号胶现货价差一度扩大至 4000 元，期货市场上 SR2101-NR2101 最高时接近 5000 元。后来，随着新胶开割以及下游需求发生变化，两者价差逐渐收敛。进入 6 月后现货价差最低收敛至 1500 元，期货价差则下探至 2200 元附近。年中轮胎及汽车生产形势相对偏弱，对于 NR 的利空作用更明显，特别是如果外胶进口增加则压制影响更大。而 RU 表现预计相对坚挺。RU-NR 价差有望在 2200 元左右见底，后期价差趋势预计扩大，可能会再次达到 3000 元附近。

第六部分 对沪胶两品种的技术性分析

一、技术分析

图 6-1、沪胶指数长期走势分析

图 6-2、20 号胶指数长期走势分析

资料来源：WIND、方正中期研究院整理

沪胶在 2021 年上半年冲高回落，阶段性供需形势由利多向利空转换对胶价有重要影响。下半年割胶进入旺季，而国内汽车也将结束淡季生产转为逐月增长，且困扰全球汽车行业的芯片短缺问题也将出现缓解，后期供需形势将较二季度相对偏向利多，胶价有望回升。12600-13000 元是以往支撑区，6 月中下旬以来多次下探并在 12600 元附近有见底迹象。14000-15000 元是前期成交密集区，可能存在一定压力。如果新胶上市遇阻（比如遭受灾害性天气或是产区疫情导致割胶中断），那么胶价反弹力度有望增大，或许会冲高至

研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议，仅供交流使用。

16000 元附近。目前看，胶价受供需形势约束不太可能出现长期的趋势性行情，预计下半年沪胶指数主要在 12600-16000 元区间内波动。

二、季节性分析

国内天胶生产一般在年底到来年一季度为停割期，其他时间均有天胶生产。天胶主产区在东南亚国家，多数在一或二季度停割。国内天胶供应以进口为主，除 2 月份受春节影响之外，一般 5、6 月份到港量较少，下半年（特别是四季度）到港量较高。

天胶下游需求多以轮胎及汽车部件生产为主。近年来轮胎生产持续萎缩，下半年表现较差。汽车生产则是先抑后扬，上半年逐月减产，一般在 6~8 月处于低谷，而下半年则逐渐回升。

上半年胶价涨跌互现，三、四季度将进入割胶旺季。截至 6 月底云南版纳地区开割率大概 8-9 成，胶树产胶量基本正常（部分前期白粉病严重的产量偏低），后期主要看天气因素的影响，旺产期预计 8 月中旬以后。海南产区 6 月份原料产出环比有所缩减但是依旧处于高位，高温、胶树开花影响胶水产量。下游生产企业面临消费低迷、高温限电及环保督察等影响，6 月末轮胎企业开工率已降低至同期罕见的水平。近期沪胶再次回到低位探底，中期做多为宜。

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
2021	3.65%	10.96%	-13.26%	0.43%	-3.25%	-4.00%	-0.58%						2021
2020	-6.48%	-11.84%	-8.24%	4.64%	1.69%	0.58%	10.21%	10.06%	-2.90%	25.16%	-1.46%	-8.79%	2020
2019	0.79%	10.91%	-8.93%	2.41%	5.13%	-6.92%	-3.68%	4.88%	-1.61%	4.78%	3.93%	3.60%	2019
2018	-6.08%	0.11%	-11.68%	-1.20%	4.85%	-8.84%	0.76%	8.89%	1.63%	-8.32%	-1.66%	2.02%	2018
2017	16.70%	-13.47%	-12.45%	-8.32%	-14.41%	7.04%	2.97%	15.26%	-17.14%	-0.77%	3.51%	2.11%	2017
均值	1.72%	-0.67%	-10.91%	-0.41%	-1.20%	-2.43%	1.94%	9.77%	-5.01%	5.21%	1.08%	-0.26%	均值

图 6-3、沪胶 RU 走势季节性分析
资料来源：WIND、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

图 6-4、沪胶 NR 走势季节性分析
资料来源：WIND、方正中期研究院整理

三、天胶期权分析

2021 年 1~6 月沪胶期权合约累计成交量为 2403184 张，较上年同比增加了 627%；期末持仓量为 74257 张，同比增加 160%。同期沪胶期货的累计成交量为 67427434 张，期末持仓为 323571 张，期权与期货成交量之比为 3.56%，持仓量之比为 22.95%，分别较上年同期增加 51%、30%，投资者对期权的参与热情明显提高。

进入 2021 年以来沪胶期货波动率震荡收敛，除 2 月中下旬短暂冲高之后，其余时间多为区间震荡整理。下半年沪胶可能波幅进一步收窄，缺乏出现趋势性行情的基础，可考虑以卖出期权获取权利金的交易为主。

长期看，沪胶指数反复下探底部支撑，波动率也处于低位，但近期可能难以出现趋势性行情。低位时（比如不高于 13000 元）可考虑以买入看涨期权或卖出看跌期权为主，当胶价面临重要阻力位（比如在 15000、16000 元）时可转为买入看跌或卖出看涨期权。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

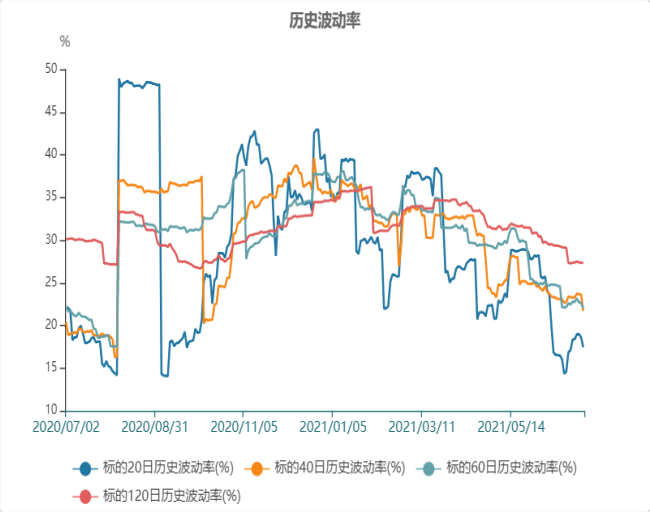


图 6-5　沪胶标的历史波动率

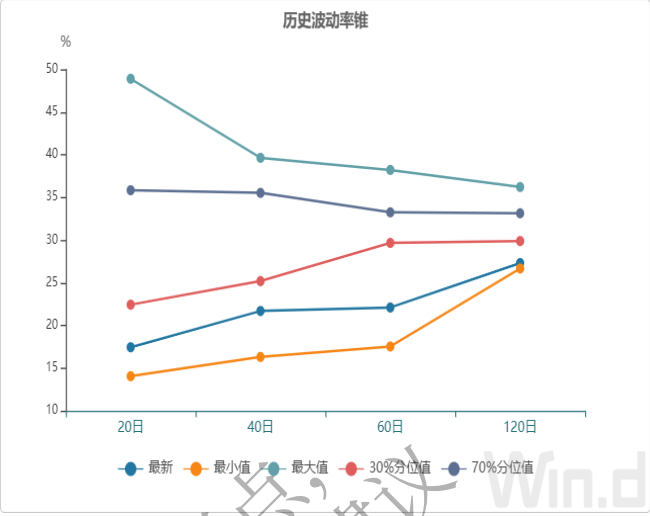


图 6-6　沪胶历史波动率锥

资料来源：WIND、方正中期研究院整理

第七部分　对 2021 年下半年天胶市场的展望和操作建议

（一）两品种整体展望

下半年割胶进入旺季，而国内汽车也将结束淡季生产转为逐月增长，且困扰全球汽车行业的芯片短缺问题也将出现缓解，后期供需形势将较二季度相对偏向利多，胶价有望回升。供应端的风险因素一方面是产区天气状况，如果出现台风等灾害性天气可能导致新胶产量不及预期。另一方面，东南亚地区疫情形势严峻，如果对人员流动控制严格，可能因劳动力不足而影响到割胶进展，对后期天胶生产有不利影响。需求端看，8 月份起国内汽车产量将逐月恢复增加，随后高温限电对橡胶制品生产的影响也将开始减弱，且车用芯片短缺的局面预计会有所改观。随着欧美地区疫苗推广，发达经济体疫情可望得到有效控制，经济复苏加快将提振橡胶消费。不过，宽松货币政策可能会逐渐收紧，宏观面对于包括橡胶在内的大宗商品价格走势预计会有偏空影响。所以，预计下半年沪胶价格可能会冲高回落，RU 主要在 12600-16000 元之间震荡，NR 则在 10200-12000 元区间波动。

天胶产区的天气状况及疫情形势是供应端的重要影响因素，而需求端主要应该关注宏观经济刺激政策和国际贸易形势的指引。

（二）产业客户套保建议：

第一，对于2021年下半年胶价预期是冲高回落，上游天胶加工及贸易企业可以滚动卖保，当胶价在相对低位（比如RU在13000元以下，NR在10400元以下）时加大卖保头寸回补力度，而在面临重要阻力位（比

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

如RU在15000、16000元，NR在11800元）时再重新建立卖保头寸。还可以通过卖出橡胶看涨期权的方式来获得额外收益。

第二，下游企业可适当加大买保比例，买入看涨期权或进行卖出橡胶看跌期权的操作。不过，当胶价面临重要阻力位（比如RU在15000、16000元，NR在11800元）难以突破时应降低买入规模。

第八部分 涉胶企业风险管理分析

一、天胶生产企业策略

中国天然橡胶割胶季节一般在 4 月-12 月，天胶生产企业也多在这个时期生产，而销售则持续全年。胶价高低对于生产企业的收入影响巨大，为防范胶价下跌带来不利影响，企业需要进行卖出保值。

案例操作：某天胶生产企业年产量约 3 万吨，2020 年 3 月中旬开始对全年产量进行卖出保值，然后随着现货销售的进展，逐渐相应减少卖保头寸。当时的期货主力合约 RU2005 价格在 10300 元附近波动，现货胶价为 10100 元左右，均处于历史低位。由于当时胶价疲软主要是突发公共卫生事件这只“黑天鹅”所造成的，长期看胶价回升的空间要大于继续下跌的空间。所以，企业决定采用买入看跌期权的策略进行卖出保值，且卖保数量也缩减到 1 万吨。

日期（2020 年）	操作	操作过程	资金流动
3 月 12 日-18 日	现货价格约 10100 元 RU2005 价格约 10300 元	以平均价 345 元/吨买入 ru2005P10000（标的 ru2005 合约，执行价格为 10000 元的看跌期权）1000 手	买入期权的成本为 345*10*1000= 345 万元
4 月 20 日-24 日	现货销售 3000 吨，均价 9590 元。期货 RU2005 平均价格约 9640 元。ru2005P10000 行权	因套保比例仅三分之一，所以现货销售 3000 吨，套保头寸相应减少 100 手。另 900 手移仓至 ru2009P9900，成交	现货销售收入减少（9590-10100）*3000=-153 万元 期权行权后平仓获利（10000-9640）

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

	1000 手，	均价 730 元	*10*1000=360 万元 移仓买入成本为 730*10*900=657 万元
5 月 20-22 日	现货销售 3000 吨，均价 10320 元；期权 ru2009P9900 平仓 100 手	因套保比例仅三分之一，所以现货销售 3000 吨，套保头寸相应减少 100 手。期权平仓均价 340 元	现货销售收入较 3 月中旬增加（10320-10100）*3000=66 万元 期权平仓损失（340-730）*10*100=-39 万元
8 月 25-27 日	现货销售 4000 吨，均价 11470 元；期权 ru2009P9900 到期后展期至 ru2011P11500	因套保比例仅三分之一，所以现货销售 4000 吨，套保头寸相应减少 133 手。 ru2009P9900 到期，剩余 667 手（800 手-133 手）卖保头寸展期至 ru2011P11500，平均买入成本 340 元	现货销售收入较 3 月中旬增加（11470-10100）*4000=540 万元 期权到期损失 -730*10*800=-584 万元；移仓买入成本为 340*10*667=226.78 万元
9 月 21-24 日	现货销售 10000 吨，均价 11730 元；期权 ru2011P11500 平仓 333 手	因套保比例仅三分之一，所以现货销售 10000 吨，套保头寸相应减少 333 手。期权平仓均价 120 元	现货销售收入较 3 月中旬增加（11730-10100）*10000=1630 万元 期权平仓损失（120-340）*10*333=-73.26 万元

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

10 月 12-14 日	现货销售 10000 吨，均价 12600 元；期权 ru2009P9900 平仓 334 手	自 4 月份起累计销售 3 万吨完成计划，期权卖保剩余头寸 334 手全部平仓，成交均价 14 元。	现货销售收入较 3 月中旬增加（12600-10100）*10000=2500 万元 期权平仓损失（14-340）*10*334=-108.84 万元

综上，现货销售收入累计高于 3 月中旬制定计划时 4583 万元，期权套保累计损失-445.1 万元。通过套保操作可防范胶价下跌风险，而采用期权工具一方面可减少资金占用（最多时买入期权的成本为 657 万元，而相应规模的期货头寸起始保证金约 1030 万元，此后胶价上涨带动保证金增加）；另一方面在胶价大涨后买入看跌期权的损失被限定在全部权利金以内，若使用期货进行保值，空单头寸的浮动损失可能会将现货销售收入上涨的收益大部分抵消。

二、天胶制品生产企业策略

天胶制品生产企业以天然橡胶作为重要原料，采购成本的变动会影响到企业经营效益，保持原料成本的稳定是非常重要的。通过买入远期期货合约或期权可以实现该目的。

案例操作：2020 年 4 月上旬，某企业因生产需要，计划在当年 8 月份采购天然橡胶 2000 吨。当时上期所天胶主力合约 RU2009 价格为 9700 元，现货价格 9400 元左右。企业希望将采购价格锁定在 9500 元左右。近期沪胶继续探底整理，国外疫情形势依然严峻，汽车产业链停工现象还在持续。国内产区天胶推迟开割，胶价虽弱但未必还会继续下跌。

现货价格进入企业采购区间，而期现价差又处于历史中等偏低水平，综合考虑企业资金状况及风险承受能力，建议买入看涨期权。4 月 3 日 Ru2009C9500 的收盘价为 969 元，Ru2009C9000 的收盘价为 1266 元，在上述两个合约各买入 100 手所需要的资金分别为 969 元/吨*10 吨/手*100 手= 969000 元，和 1266 元/吨*10 吨/手*100 手= 1266000 元。这样，无论胶价如何波动，在期权合约有效期内，都可以锁定可以橡胶采购成本。总占用资金为 223.5 万元，在期权到期（8 月 25 日）之前不必另行注入资金（不行权的情况）。如果

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

需要行权，则需要补足期货保证金。后来胶价逐渐回升，8 月初期、现货达到 10800 元以上，现货市场进行采购并将期权头寸平仓，综合采购成本约 9700 元/吨。

三、橡胶贸易商策略

（一）传统贸易

贸易商的业务实质上是一种套利行为，采购及销售的价差就是利润来源。如果出现库存积压，则这部分商品会面临市场价格波动所导致的跌价风险。对于这部分风险的控制可参照上游天胶生产企业风险管理的思路。

（二）非标套利

沪胶市场由于交割制度的要求，对于交割品实施品牌交割，相对而言可交割物的数量是有限的。还有，交割仓单有效期统一规定，过期集中注销，这样导致仓单注销前后主力合约价差非常悬殊，存在套利机会。

由于市场上可用于期货交割的资源有限，贸易商多采用进口混合胶与上期所天然橡胶进行套利交易。在现货市场上进口混合胶与全乳胶在使用上基本一致，价差关系也大体稳定，所以这种交易方式实质上是进行期现套利。

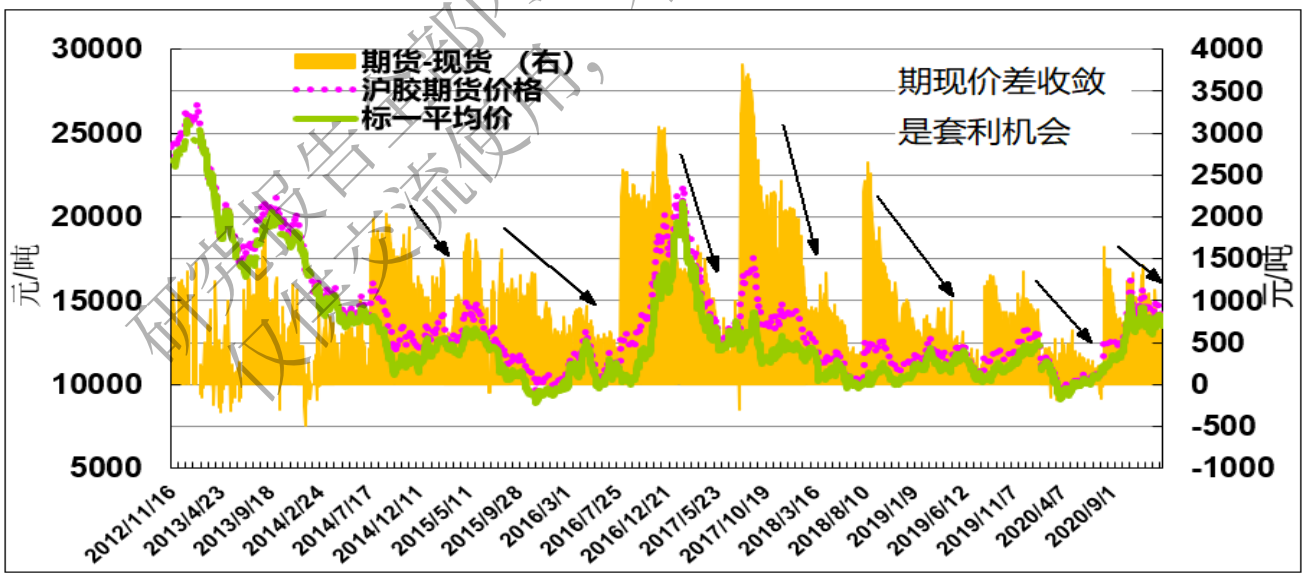


图 8-1 沪胶期现价差变化
资料来源：WIND 方正中期研究院整理

在跨年度期货合约之间往往存在较大价差（1000~3000 元），而现货市场不存在这种情况，这样可以买入现货并在高升水期货合约上卖出，待期现价差收敛之后再了解头寸兑现利润。考虑到市场流动性，这种

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

套利行为主要在期货 1、5、9 等月合约中进行。根据进口混合胶的成本（采购+仓储+资金占用等）选择适合的期货合约进行套利。

（三）含权贸易

含权贸易是对传统贸易模式的的升级，比如与下游采购企业签订销售合同，当合同到期时若市场价格高于合约价格，则按合同价格进行结算；若市场价格低于合同价格，则按低于合同的价格进行结算。通过给与采购企业相对有利的价格来增加客户粘性，市场价格波动的风险则由期货+期权等技术手段进行规避。

比如，某轮胎企业期望降低采购成本，与销售企业约定如下条件：

2020 年 9 月 23 日，期货合约 RU2101 的价格 12380 元，约定销售 X 吨橡胶，10 月 15 日确定最终价格。

1、若 10 月 15 日 RU2101 收盘价高于 12000 元（实际收盘价 13320 元），采购数量按约定的 X 吨执行，则最终销售价格为 12380 元-1780（事前确定的升贴水）-240（优惠幅度）=10360 元/吨。

2、若 10 月 15 日 RU2101 收盘价低于 12000 元（假设 11900 元），采购数量增加 4 倍 X 吨，则最终销售价格为 12380 元-1780（事前确定的升贴水）-240（优惠幅度）+4*（12000-11900）=10760 元/吨。

这样，对于轮胎企业而言在胶价上涨时可以按较低成本采购，若胶价小幅下跌时采购成本也低于市价，不过要承诺追加采购数量。对于销售企业而言，胶价上涨时通过部分让利增大竞争力，在胶价下跌时通过变动结算价格及销售数量来保证收入不受大的影响。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

第九部分 相关股票价格及涨跌幅

个股代码	个股名称	相关产品	证券涨跌幅	收盘
601118	海南橡胶	天然橡胶	3%	4.97 元
600500	中化国际	天然橡胶	41%	7.46 元
000589	贵州轮胎	汽车轮胎	-6%	6.01 元
600469	风神股份	汽车轮胎	-6%	4.99 元
002381	双箭股份	输送带、胶管	3%	8.08 元
603239	浙江仙通	汽车密封条	-4%	16.80 元

涨跌幅统计由2020/12/31-2021/7/8，除权经过复权处理。

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层 上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦11层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东南路360号2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号909室、906室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海南泉北路营业部	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路359号1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
广州营业部	广州市天河区林和西路3-15号35层07,35层08,35层09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450 号新天国际大厦24 楼	021-20778922

研究报告全部观点，仅代表报告撰写时的观点，仅供交流参考，不构成任何投资建议

重要事项:

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。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议