

橡胶：下方空间有限

最近几个交易日橡胶出现了大跌，而且不只是橡胶。股指、有色、油脂等品种也出现了大跌。当前橡胶炒作的热点是宏观经济复苏，不是橡胶供求。如果出现了宏观驱动的大涨，股指和螺纹将是市场的精气神。但是我们看到股指已经出现了疲态，虽然螺纹还在坚挺，但是也已经能够说明市场的情绪由乐观转向了悲观。

市场情绪的变化，主要还是由于政策的预期偏差。去年底商品出现了大幅反弹，特别是工业品反弹，其中反映的正是疫情明显缓解后，经济的复苏。经历这波反弹之后，价格已经脱离了低位区间。进一步上涨，需要非常明确的，未来经济会有更快速增长，而不只是疫情后的恢复性增长。然而，出口、房地产等方面还存在很多的不确定性。站在这个时间点上，要想看到未来经济会持续复苏，最好的理由就是政策大力支持。政策定调越高，市场越会乐观。而从最新的情况来看，大放水、大力刺激房地产等传统招数都被搁置。虽然这样的政策对长期经济发展是有利的，但是对短期的金融市场来说，难以形成明确的利多。乐观预期落空，导致了最近的商品普跌，橡胶的下跌在于系统性问题，而不是自身供求出现了问题。

当然，从跌幅和跌速来看，橡胶比其他品种更加凌厉。显然，这还是受到了资金面的影响。绝大多数情况下，橡胶的资金面是天然不平衡的，是有利于下跌的。回顾历史可以发现，2013年以来，只有2016年11月，2020年10月这两波行情套利盘吃过大亏。除此之外，套利盘几乎年年赚钱。逻辑非常明确，大家操作手法接近，盈利非常稳定，规模庞大，这几个特点同时存在的情况下，导致橡胶市场总是存在稳定的集中的空头，导致多空天然不平衡，进而导致多数情况下，橡胶更容易下跌，只会在宏观面驱动商品集体上涨中，出现橡胶的牛市。

总结2009年、2010年8月至年底、2016年四季度、2020年10月的橡胶牛市，会发现有一些共同的特点：第一，都出现了大放水。货币政策宽松对于商品价格来说至关重要，毕竟价格是一种货币现象。第二，橡胶需求出现爆发。2009-2010年有四万亿刺激下的基建房地产爆发与重卡销量大增。2016年

下半年出现了治超新规，导致重卡需求出现了爆发。2020 年上半年受到疫情影响，需求出现了暴跌。但是从五月开始国内重卡率先恢复，到七八月，轮胎出口快速恢复。也就是说，2020 年 10 月橡胶暴涨之前也出现了需求的大增，虽然这种大增是先大跌之后的大涨。第三，盘面上会有领头羊，各品种之间联动性明显加强。2016 年的领头羊明显是黑色。2020 年黑色、铜都属于领头羊，而且各品种联动加强。2021 年九十月份出现了各品种的轮动上涨，这是较为罕见的，轮动实际上是品种相关性提升的特殊情况。

我们基于这三条标准来看当前的橡胶：第一，大放水是不存在的。第二，需求在年后的确比较好，但是还谈不上崛起。由于没有政策的背书，所以需求的季节性好转到底能走多远，其实是只能跟踪，不容易预测。第三，当前品种之间分化严重，并没有明显的领头羊，多品种之间联动也不存在。所以，今年上半年不具备橡胶牛市的条件。牛市无望，套利盘的力量会显得更强大。

但是要注意的是，橡胶下方空间是有限的。第一，没有政策强烈支持的经济，未必就不会复苏。出口、房地产虽然有不确定性，但是回顾历史会发现，每一波经济上涨与金融市场普涨，都有很多结构性矛盾。所以，对政策面的预期偏差，会引发价格回到或接近去年底的起涨点，不会让价格创新低。第二，泰国杯胶价格在 35-50 泰铢之间，价格不高不低。中等水平的价格意味着难以产生供应压力增长的预期。第三，沪胶与人民币混合的价差在 1100 元附近，这一价差对套利盘来说并不是很有吸引力。换言之，空头主力加仓动力不足。

橡胶下方空间有限，继续追空风险较大。如果价格在大跌之后，在低位展开震荡，交易机会也会非常匮乏。未来真正值得关注的是，下游需求能否持续改善，从而形成新的预期偏差。届时看多或者等待沪胶与人民币混合价差再次站上 2000 之后参与期现交易，都是值得关注的。