

在现有活跃的期货品种里，橡胶几乎成为不给力的代名词。橡胶可以说是基本面最为疲弱的品种之一，连续七年呈下跌趋势。过去一年里橡胶的表现，可以用难涨易跌，慢涨急跌来火来概括。然而近期橡胶盘面似乎跌无可跌，甚至略有起色，于是牛熊转换的观点逐渐在投资者间传说。笔者认为，橡胶的阶段性反转客观存在，其合理性也必须予以承认。然而下结论前要认清当前市场所处形势的主次，只有心存大局，方可不为所动。

供应缺口：真实的谎言

天然橡胶生产国协会ANRPC最新公布的报告显示，2018年1—8月，全球天然橡胶产量升至851万吨，较去年同期增加1.3%；全球天然橡胶消费量达到934.2万吨，同比增幅为5.5%；全球橡胶市场供应缺口扩大至83.2万吨，需求增速高于供给有利于库存的去化。ANRPC预计，2018全年世界天然橡胶产量将增加5.2%至1404万吨，需求将增加5.7%至1413.6万吨，需求整体超过了供应水平。按照ANRPC的解释，生产和消费的不匹配增长有助于吸收前期累积的剩余橡胶原材料。ANRPC同时表示，虽然供应缺口真实存在，但橡胶市场仍被低迷情绪笼罩。中国等橡胶消费大国库存较高，东南亚橡胶出口国货币贬值，均导致橡胶价格难以提升。

罗马不是一天建成的，供应过剩向供不应求转变也不会一蹴而就

橡胶树种植7年可以产出胶水，树龄10—35年处于高产的青壮年时期。2000年第一轮种植热潮开始，2009—2012年间为第二轮种植高峰期，相应地，在供应压力下，橡胶价格自2011年开启长达7年的下跌。目前产胶国还有大量树龄在10年以下的高产树种，具有较大的供应释放潜力，理论上本轮产能释放在2018—2019年达到峰值，并将延续至2021年左右。2017—2018年度橡胶产量激增是上一轮种植热潮的结果，到2019年后开割面积增长率将趋于放缓，然而供应量的绝对值和供需关系的相对过剩需要相当长的时间去调整。考虑到目前胶价低迷，很多适龄橡胶树处于弃割状态，一旦价格开始回暖，还将有更多产能释放出来，因此橡胶的趋势性反转将是一个长期反复的过程。季节性规律来看，4—5月是割胶过度期，6月新胶上市至今供应逐步增加，在不发生严重自然灾害的前提下，东南亚橡胶产量直到明年1月都不会减少。三季度东南亚主产区天然橡胶产量继续稳步回升，进入旺产季橡胶产量料将有增无减，供应压力下短期难以走出熊市。

库存是压在橡胶头上的一座大山

尽管青岛保税区橡胶库存近期出现小幅减少，但相比交易所居高不下的天量库存，现货数量边际的回落仅是杯水车薪。截至9月30日，青岛保税区橡胶总库存降至16.26万吨，其中天然橡胶库存7.31万吨，较上期大幅减少18.87%。然而期货库存方面压力最甚，截至10月9日，上期所天然橡胶注册仓单总计高达52万吨。橡胶仓单

数量自2017年11月强制注销后呈直线上升走势，不断刷新历史最高纪录且从未明显回调。粗略统计下，目前交易所库存50余万吨，青岛保税区逾16万吨，再加上区外库存以及社会库存，全国橡胶总库存估计在100万吨以上。在现有橡胶期货的交割规则下，远月合约高升水吸引套利盘资金，2017年套利现货规模一度扩大至150万吨，市场流通库存长期维持在100万吨左右。橡胶天量库存对市场造成巨大压力，在库存没有得到有效去化之前，始终对橡胶价格构成压制。

天时地利人和，阶段性反弹有据可循

2018年以来，橡胶主力合约阶段性反弹现象时有发生，每次反弹都是做空的机会。前期连续大幅下跌的过程中，天然橡胶供应过剩和需求疲弱的基本面已经充分反映在价格上。市场对成本线一带形成的底部较为认可，年中1809合约在10000点附近振荡长达两个月的时间，未曾进一步向下突破。当前胶价挣扎在成本线上方，远月合约升水尚有利润，不至于出现自发性的大规模减产。如果在此基础上继续跌破成本价，将导致供应端减产预期，因此目前整体虽为弱势格局却难有下跌空间。随着9月合约交割完毕，老胶仓单压力不会延续至明年，同时1月合约交割时间较早，估计新胶注册仓单压力不会太大。今年以来，期现价差大幅收敛，9-1价差持续回落，无论非标套利还是跨期套利，利润空间都较以往江河日下，1月合约套利盘抛压应有所减轻。从交易的角度看，长期底部横盘的低波动率状态下，多空双方均无利可图，市场参与者希望行情发生改变。基于久跌必涨的心态，受消息题材炒作，板块效应带动等利多因素诱导，市场往往会做出超过基本面实质变化的激烈反应。综上所述，1月合约的阶段性反弹可谓天时地利人和，这一情形将不断重演。

没有基本面配合的上涨，都是“耍流氓”

橡胶固然存在阶段性反弹的理由，但维持时间必不长久，且空间较为有限。长周期来看，橡胶熊市为基调，供需关系短时间内难有实质性改善。供应方面，当前橡胶价格虽处低位但未到绝地，胶农自发性减产尚不普遍，今年新胶开割顺畅，四季度产胶旺季即将来临，泰国主产区未发生严重自然灾害，预计后期供应保持充足稳定。需求方面，虽然轮胎开工率稳中有升，但受宏观经济下行预期影响，汽车行业产销量增速放缓，终端消费支撑不足。考虑到供应正常将会持续增加，预计明年仓单交割压力仍然十分沉重，期货远月合约升水有利于套利盘抛空。反弹高度除了受基本面制约外，一旦价差扩大套利窗口打开，资金势必会入场打压价格。橡胶信息透明度较高，投机者多有着清醒的认识，空头伺机打压，多头见好就收，不具备单边上涨的市场基础。

熊市长夜漫漫，多头久盼天明

现阶段天然橡胶的核心矛盾是供应过剩。全球天然橡胶的消费增速低于产量增速，

供大于求的主要矛盾仍未改变。橡胶严重的供应过剩沿产量—进口—库存环节在产业链传递累积，这一现象在未来相当长的时间内都将成为常态。盘面长期低位运行，价格回归后在底部的韧性较强，形态上表现为反复振荡筑底。然而在历史相对低位和价值绝对低点上，市场对趋势性下跌的抵抗能力亦有所增强。在橡胶漫长的熊市中，多头炒作题材不断涌现，价值洼地、气象灾害、政策利好、工业品轮动、板块效应、人民币贬值等论调层出不穷。每一次底部上的反弹都是良机，炒作氛围浓厚时静观其变，话题热度冷却后出手抛空。

反弹不追涨，大底不做空

橡胶始终面临上游供应旺盛，下游需求疲弱的局面，买方市场的状态将长期延续，直至供需关系发生实质性扭转。橡胶底部弱势运行，但处在绝对低位，向上空间多于向下。左侧交易难度较大，宜顺应市场大势，熊市中应舍弃做多利润而等待抛空机会。操作建议：反弹不追涨，回调不做空，运行区间（11800~14000）。

本文源自期货日报

更多精彩资讯，请来金融界网站(www.jrj.com.cn)