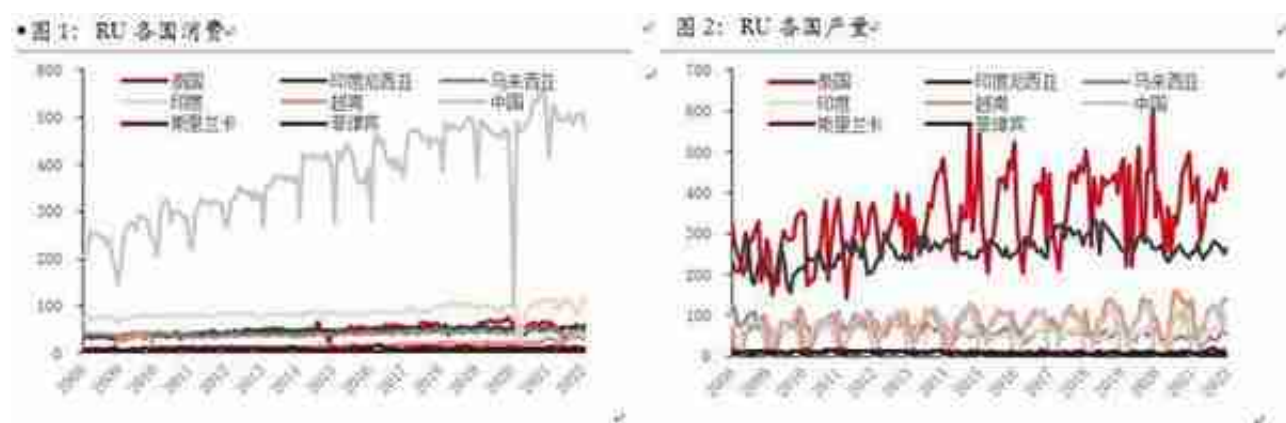


本文以天然橡胶（RU）品种为例，探讨投资者在天然橡胶上的盈亏之谜。数据来源于公开比赛。天然橡胶相比于其它商品期货的特殊之处在于，其在2017年至2021年这5年间的所有期货品种的历年盈亏中，三次亏损排名第一，一次亏损排名第三，仅在2020年略有盈利。相比其它商品期货，天然橡胶在过去几年的行情变化并不算特别突出，长期维持在震荡偏弱态势，但是在震荡行情中，依然造成了长期巨额的亏损。

我们认为天然橡胶的长期亏损主要来源于交易者的交易习惯、价格季节性、升水的期限结构以及产业的交割能力，在“天时、地利、人和”三方面都天然适合做空，而在实际市场中，交易资金偏向于做多（抄底），历年都亏损严重。

更进一步，将天然橡胶投资者分为盈利组和亏损组，在剔除天然橡胶的盈亏之后，在其它品种上的总计盈亏也出现明显差别。因此，我们认为造成亏损的这些性质是商品期货亏损的共性，并且在天然橡胶品种上表现的尤为突出。



另外，胶园因90%私有化，散布在千家万户胶农手中，导致原料过于分散，加之胶农囤积能力的有限，二盘商应运而生。原料二盘商实为贸易商，等同于橡胶贸易商，是以交易为目的，靠囤积或卖空盈利。二盘商队伍日趋壮大，泰国生产商甚至有部分转而去做法原料二盘商。二盘商逐渐控制原料数量、价格，控制橡胶加工厂的采购步伐。橡胶加工厂越来越被动。原料供应周期被拉长，部分原料甚至因存储过久而被损耗。原料二盘商拉长了供应链，造成原料供应的不稳定，是引发行情的波动因素之一。（青岛保税区有将近400家公司从事天然橡胶现货贸易，全国近千家。）

在上海期货交易所，期胶一天的交易量相当于全球全年的消费量。这些交易资金加剧了天然橡胶价格波动程度，使胶价过分的上涨或下跌。

总结来看，天然橡胶由于其特殊的基本面，导致交易氛围浓厚。而在实际交易市场中，我们也可以看到天然橡胶的特殊性。

图 3: 2017 年以来 RU 行情——震荡偏弱



进一步，我们分析历年多空持仓与多空人数。首先对于持仓而言，多头头寸长期保持在2W手左右，占全市场比例约7%；空头头寸长期保持在8K手左右，占全市场比例约3%。很明显可以发现历年来多头持仓都持续大于空头持仓，从净多头头寸来看，过去5年均保持正数。

图 6: RU 历年净多头寸

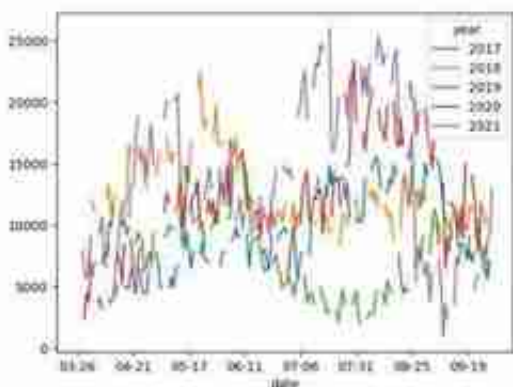
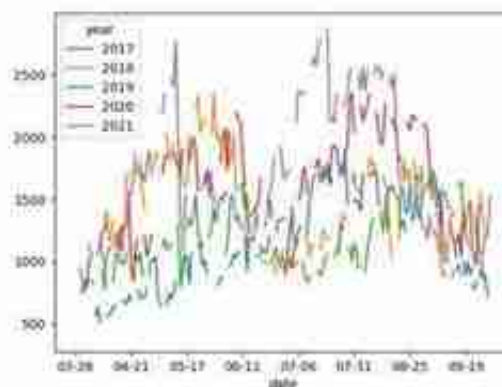


图 7: RU 历年净多人数



这里我们考虑多空人数，天然橡胶历年多头人数保持在2K左右，而空头人数保持在600左右，同样的，历年来多头人数都明显大于空头人数，净多头人数长期保持高位正数。

图 10: RU 历年多头人均持仓

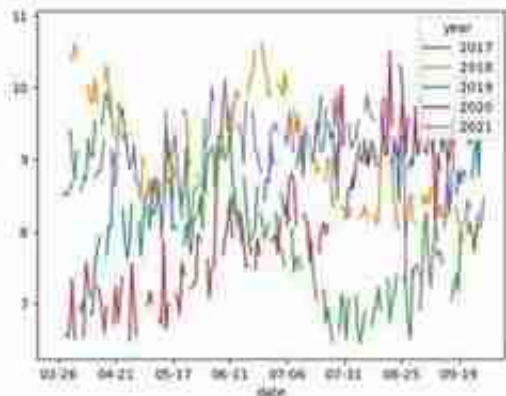
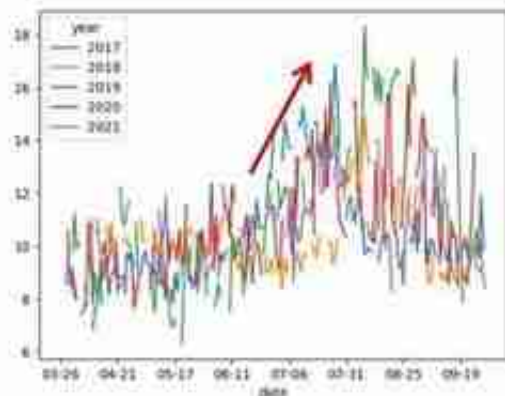
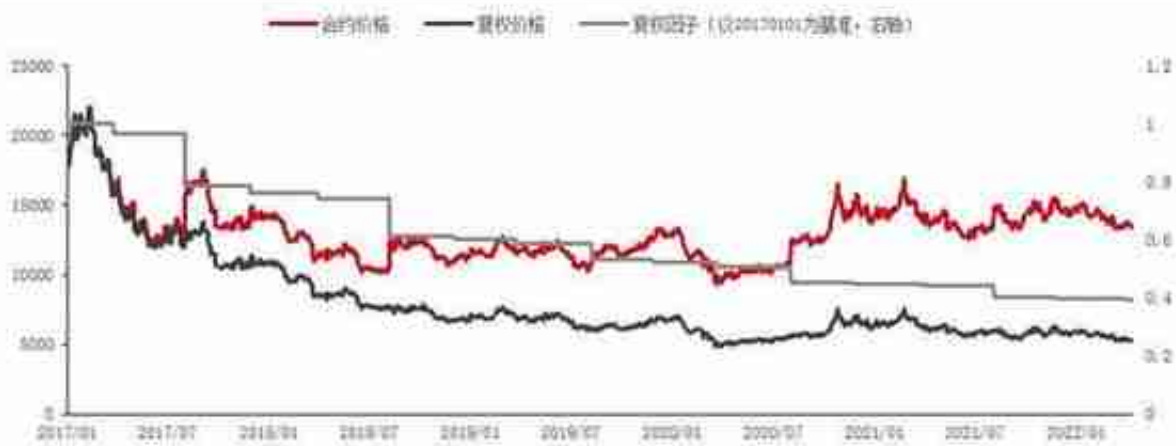


图 11: RU 历年空头人均持仓



我们再考察天然橡胶价格上的“季节性”，每年11月天然橡胶本年仓单需要注销，次年上市新一年份的橡胶，因此在年初时供应相对紧张，价格较高。另外，天然橡胶期货长期呈现升水结构，天然具有向下回归的动力，对于做多期货不利。

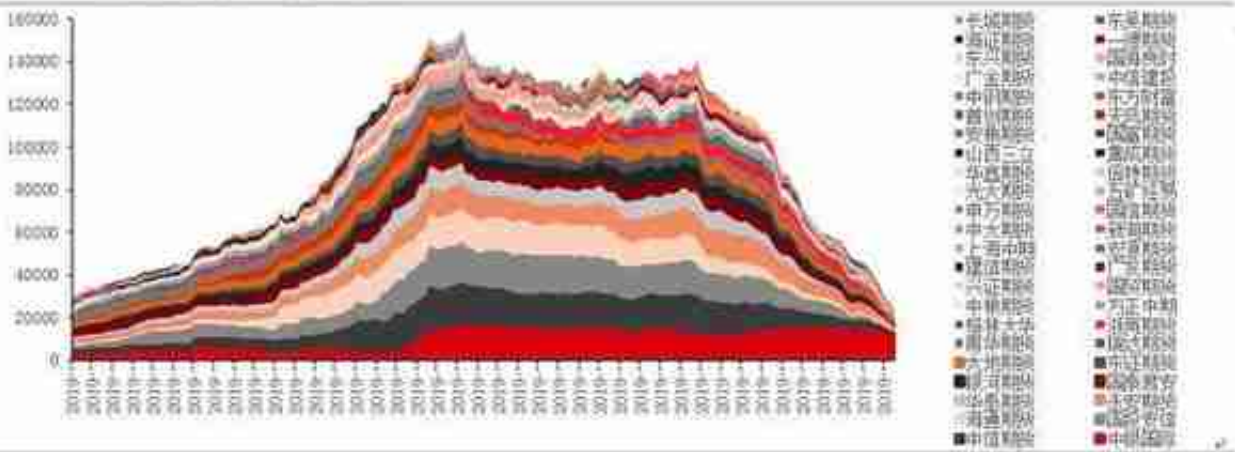
图 14: RU 升水结构



总结而言，价格上的季节性导致天然橡胶现货天然的处于价格下降通道（除去跨年），并且合约的升水结构进一步导致期货的价格下降通道更为强烈。同时，在实际交易环节中，对于09合约而言，空头产业的行为季节性使得产业做空行为集中在09合约流动性较好的4月~8月，行为上的“季节性”与价格上的“季节性”相辅相成，最终导致了收益上的“季节性”，除去RU2009合约，近5年的其它09合约均在4月~8月出现了收益上的“季节性”。

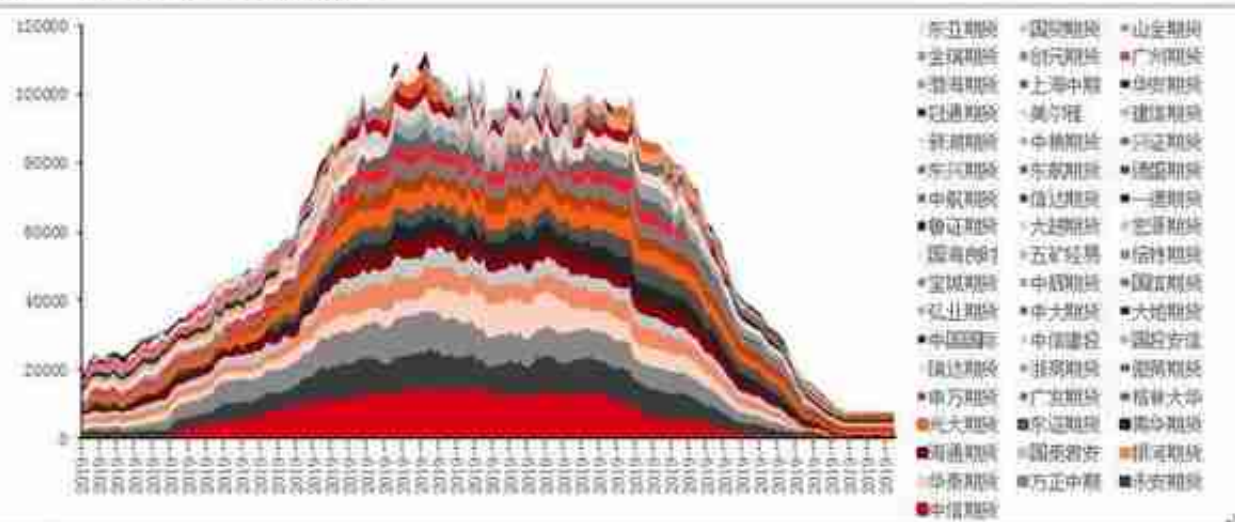


图 16: RU1909 合约空头持仓分布



从持仓分布来看也是如此，中银国际席位在初期约占比10%；随着1909合约在2月开始流动性逐步加强，中银国际席位占比有所下降；随后在4月至7月即1909合约作为主力合约交易的时间段，中银国际席位占比回到10%并长期保持；最后在临近交割月份，以中信期货、国投安信、海通期货、永安期货、华泰期货、国泰君安等为首的大型期货公司的交易型客户群体开始快速退出，中银国际席位的持仓占比快速上升，并在8月末超过全市场50%的水平。

图 18: RU1909 合约多头持仓分布



同样的；在各席位的多头持仓方面，可以看到并没有出现如同空头类似的随时间变动的持仓聚集特征，即多头“交割接货”的意愿可能并不如空头“交割出货”的意愿集中，这也与我们前文对于产业的判断类似。

