

这篇文章主要从市场参与者和参与者对盘面的影响角度来分析商品市场结构。商品市场的参与者主要分为两类：贸易商和投机者。贸易商的主要目的是通过商品市场来锁定利润或者回避风险，主要表现就是通过期货合约进行头寸对冲，比如当前远期价格远高于贸易商库存成本时候，贸易商可以考虑通过出售远期合约提前锁定利润，持有远期合约进行交割。同时贸易商看到目前商品价格被严重低估的时候可以通过买入远期合约来提前锁定成本，持有到期收货。这两种基本交易模式都是通过最终交割实现风险控制的。相反的，投机者都是通过对期货合约的炒作实现盈利，主要有两类投机者表现：一类是短线投机者他们主要以快速进场市场赚取中间差价为主，基本上没有沉淀资金所以并不能影响市场趋势。另一类是长线投机者他们主要以价格趋势投机为主，表现为市场沉淀资金的增多或减少，会直接影响市场趋势走势。

***这里的投机者只考虑能够影响市场趋势运行的投机者，也就是市场的沉淀资金。有一大部分投机者主要以短线快速进出赚取差价为主的操作并不能影响市场趋势不予考虑。**

从以上概念不难看出，市场结构同时受到贸易商和投机者共同作用引起价格改变。那么我们需要对贸易商和投机者分别建模观测。对于投机者而言是没有任何理由进行实物交割的，所以交易所仓单和库存水平直接反映了贸易商的行为和预期。而贸易商的交割判断又是受到实体经济运行和预期影响的。比如说贸易商觉得自己的库存水平太高，下游需求很弱，同时积累的库存成本已经低于目前的市场远期价格，那么在计算过库存管理费和保险费之后如果有利可图，贸易上就会选择在目前盘面远期价格进行抛售，同时在交易所注册仓单到期交割。提前锁定了部分利润的同时清理部分多与库存。这一操作反映了对未来需求预期的看空，同时盘面价格对贸易商来说高估了。换一个角度依然有类似逻辑，如果当下的市场价格低于贸易商成本线，那么交易所库存就会下行，同时部分下游贸易商会开始买入盘面远期合约提前锁定生产成本。再看投机者这一方面，主要的逻辑是基于未来预期价格的买卖。也就是说，未来预期价格上行会到这投机者买入推高价格，而未来预期下行回到这抛售。但是投机者的任何操作都会以反向平仓方式了解。能够影响价格走势的是投机者方面的沉淀资金和贸易商的交割盘。

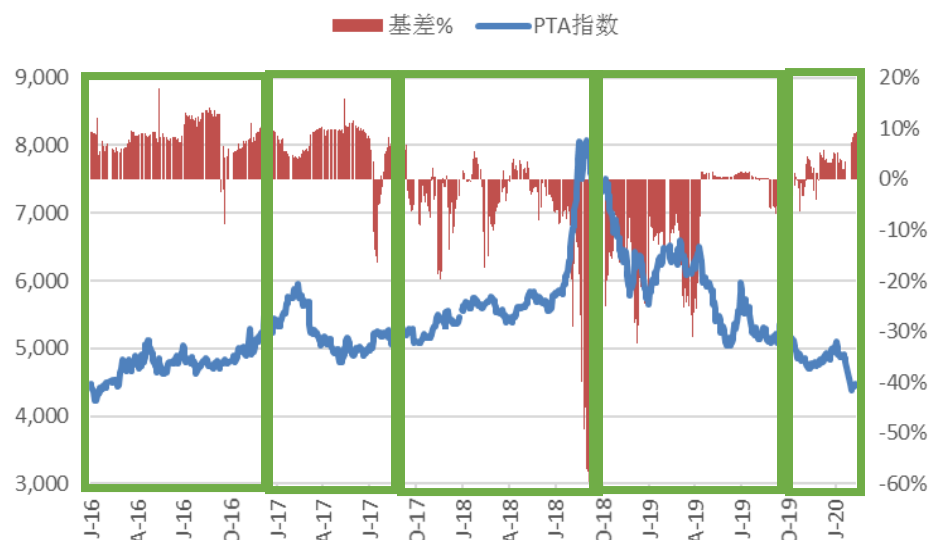
下面我们提出两个用来衡量贸易商和投机者的方式：

- 贸易商：远期价格和库存水平
 - 如果远期价格远高于近期，但是交易所库存水平却维持历史低位没有大量新增。说明当前市场价格处在超跌位置，大概率击穿或者接近贸易商库存成本导致盘面抛售意愿很弱。
 - 如果远期价格远低于近期，但是交易所库存水平维持历史高位伴随新增库存。说明当前价格处在高估位置，高于贸易商成本同时高于贸易商对远期的预期。
- 投机者：成交量除以持仓量
 - 当前成交量比持仓量处在历史低位，说明当前市场主要驱动力来自贸易商和长期投机者，预计当前价格波动率减小，继续之前的趋势运行。

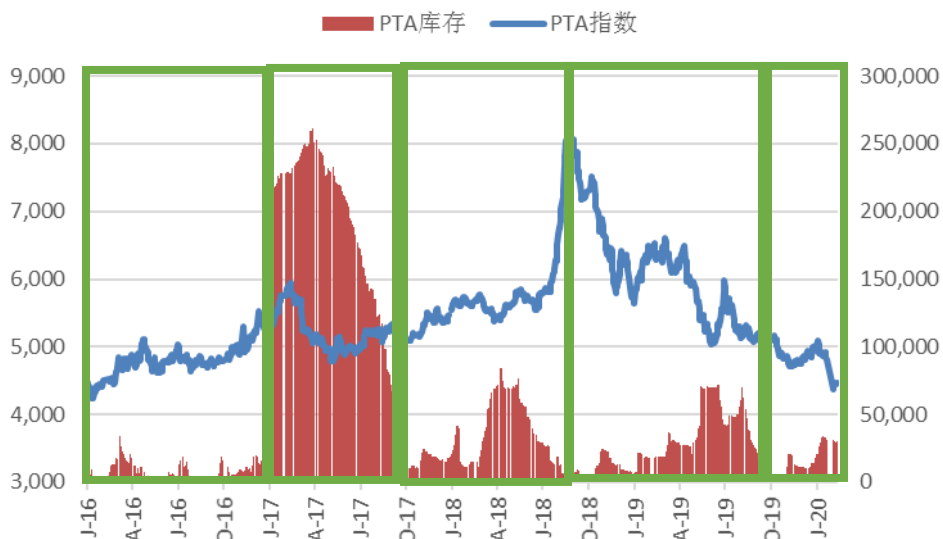
- 当前成交量比持仓量处在历史高位，说明当前市场主要驱动力来自短期炒作者，预期价格波动率上行，当前趋势是否会继续无法判断。

下面用 PTA 商品期货真是走势为例：

从贸易商角度出发：



价格 v.s. 基差



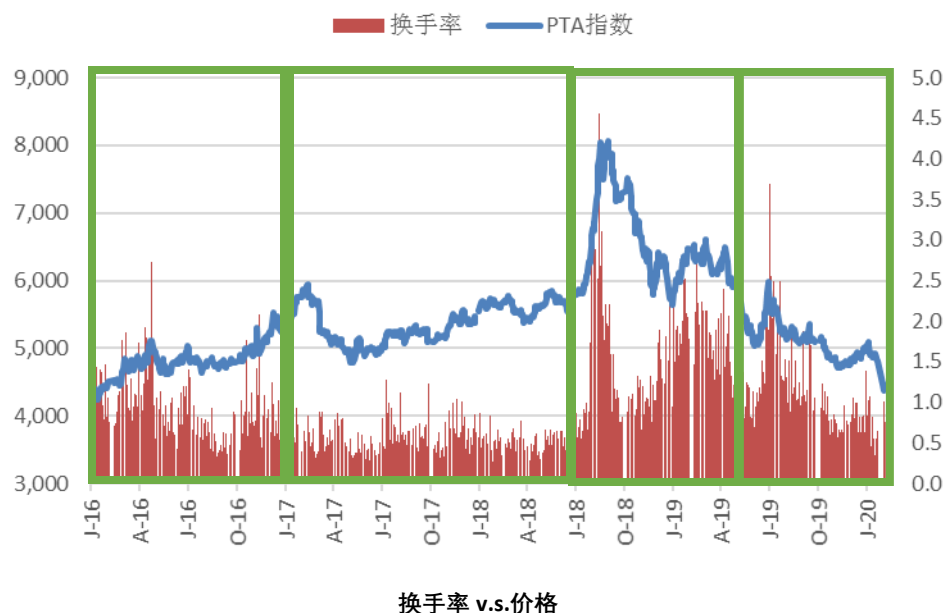
价格 v.s. 库存

行情从 16 年算起大致分为以下六个部分：

- 16-17 年：远期盘面大幅升水，但是交易所库存处在历史低位。说明当时现盘面价格已经跌穿成本区间，导致贸易商对远期预期价格也高于目前的盘面远期。所以在远期大幅升水情况下也没有大量仓单出现。价格随着供应减少开始走强。
- 17-17 年中旬：期货价格大幅拉升，同时伴随交易所库存大量涌现，贸易商成本解套区间确定。大量贸易商抛售 PTA 库存到期货市场锁定利润。同时映射出当时的贸易商认为远期价格已经达到预期。盘面价格随着抛售开始剧烈崩塌。同时伴随库存和升水基差极速缩小。
- 17 年下旬-18 年：行情的正式启动区间，从 17 年十月份开始基差彻底转变成远期大量贴水，同时伴随低库存。可以说从 17 年中旬开始的上涨主要由现货拉动期货上涨，属于明显的供给端炒作。在 18 年四月份左右出现过一次贸易商抛售，行情随之震荡一个月之后再次开始上行。可以说在脱离了贸易上库存成本区间之后，这一次的库存释放彻底释放了最后的供给，然后期货盘面开始了暴力拉升，伴随远期开始大幅贴水叠加库存急剧收缩。贸易商在这个时候也认为 PTA 盘面开始上涨，收紧了供应等待更好的价格。所以现货拉动期货头也不回的冲到了 8000 左右。
- 18 年下旬-19 年：在 18 年九月达到峰值之后，随着投机者大量止盈离场，造成了行情破位下跌。到时当时并没有出现大量交割仓单。说明当时的贸易商还没有及时转变预期。导致 PTA 的远期贴水的情况下开始下跌，这个顶部的具体特征是：远期贴水在一瞬间开始激烈收缩。这也就是说下跌的环节也是从现货开始的，远期在这个时候没有明显的波动，现货价格率先开始破位下行，从而收紧了远期的基差。同时从 19 年开始 PTA 库存出现了明显上行态势，说明当时贸易商尽管看到远期 PTA 贴水的情况下依然选择进行交割，远期预期十分看空。
- 19 年初-19 年下旬：这一时期的主要特点是基差已经修复为平水，远期小幅升水，但是库存仍然在上升。市场仍在等待库存出清的时候，所以价格有一次出现了剧烈下跌。这一次的剧烈下跌伴随着远期一起下跌，因为基差从提来看没有变化，说明近期和远期的下跌幅度相当。行情主要受到贸易商控制，一旦盘面抛售库存远期和近期就一起下跌。
- 19 年末---：从 19 年末到现在开始，盘面最大的变化就是远期价格在度回到了中等升水水平，并且维持了相当长的时间，同时在这种升水水平下库存没有明显增长。符合之前提到的，远期升水伴随库存下行趋势。说明这里的贸易商已经不能在盘面抛售提前锁定利润了，基本上目前价格进入了贸易商库存成本价。这一阶段的下跌主要表现为现货下跌拉动期货跟随下跌，但是期货的下跌幅度明显小于现货下跌幅度，因为远期升水基差在不断放大。可以解释为远期预期已经基本跌到位，但是近期现货端受到事件冲击影响产生一个比较大的利空导致短时间内现货会跌穿成本价。

参考 16 年的走势，目前的盘面就是明显的高升水配合低库存。

从投机者角度出发：



行情从 16 年算起大致分为以下四个部分：

- 16 年初-17 年初：投机热情比较高，基本都是看到 PTA 价格被严重低估之后的长线投机者。表现为换手率在底部突然放大，之后慢慢缩小同时基差结构没有明显改变，在这一时期可以说盘面的上涨是近期远期同步协调上涨的。主要驱动力来自投机者认为价格低估之后的填坑操作。
- 17 年二月-18 年六月：这一阶段的开始基差在 17 年一月份的顶部突然坍塌，同时贸易商进场大量抛售库存，到这投机者慌忙离场，价格剧烈下跌。之后开始了漫长的基差收缩。同时换手率在这一年半的时间里明显萎缩，大部分时间都不到一个单位。投机热情极度萎

缩，市场涨跌完全被贸易商左右。所以在这一段时间出现了基差大幅缩水，盘面价格上行但是远期价格没有起色，直到近期价格最终超过了远期价格。

- 18年六月-19年五月：这一段时间出现了明显的投机者炒作行情，从18年初开始的贴水基差十分有利于投机者做多价格，最终在18年五月左右换手率突然拉高，PTA价格开始形成多头突破伴随远期大幅贴水行情。这一区间内的行情主要受到投机热情驱动，贸易商的作用十分微小。
- 19年五月---：远期贴水在19年五月初突然消失，取而代之的是远期平水结构。同时看到这样的盘面变化，投机热情急速降温，换手率再次回到了一个单位左右。这个时候贸易上看到盘面远期平水选择了大幅抛售库存，盘面走势再次回到贸易商手中。随着库存上行，盘面破位下行直到走出新低。在19年七月左右盘面出现过一次投机热情，但是时间短暂并且没有明显的基差变化，当时的拉升是近期远期一起上涨的，但是之后马上出现了库存大幅增加的现象，说明贸易商还在当时趁机甩货。最后投机者失败离场，盘面价格一路崩塌至最近4年新低。

今年以来，投机热情十分暗淡，从19年十月份开始换手率就只有一个单位左右。盘面目前重新回到了正向基差，远期升水。对于投机者而言远期升水不利于做多，因为合约换月之后的成本会随之上升。但是对于贸易商而言目前的升水环境有利于提前锁定利润。所以现在的盘面走势可以说主要受到贸易商预期驱动的。从目前的库存水平对照历史库存水平来看，处在绝对低位。这时如果库存下降，盘面价格会开始上行，反之，维持空头格局不变。等待换手率明显上行之后行情会逐渐转变向投机者驱动。在这之前行情上涨力度和幅度都将很受限制。