

商品市场一直都是个预期和现实相互纠缠的地方。比如，上涨趋势的生成可能是由于预期看涨期货价格拉动现货价格一路高歌猛进，另一种情况是现货供应吃紧导致现货价格上涨从而拉动期货价格向现货靠拢。对应第一种情况我们会看到，远期价格持续高于近期价格同时这种基差在不断扩大，而对于第二种情况我们会看到近期价格上行，但是远期价格上涨缓慢导致远期价格持续低于近期价格，负向的基差不断扩大。在远期明显高于近期时，贸易商如果有多余的库存一般会采取向期货市场抛售来提前锁定利润，这种现象表示贸易商在控制自身风险，因为远期有利可图所以进行抛售。并不能说明贸易商在当前的市场环境持看空观点。但是反过来想，如果远期远远高于近期但是没有贸易商进行期货市场抛售，那么大概率说明了贸易商的看多情绪，或者说明这个品种的库存水平极低，贸易上没有多余的库存进行对冲。那么市场上大概率会出现现货吃紧的情况，这有促使了现货开始上涨，而现货的上涨进一步引起期货投机热情导致出现正反馈。再看另一种情况，基差倒挂伴随价格上行，这种情况是远期价格低于近期价格，贸易商考虑到还要付出仓储费用和保险费用，一定不会进行期货盘面抛售除非他认为远期价格还会低于目前的盘面远期价格。也就是说现在即便是远期价格低于近期价格，等真正到了远期价格只会更低。所以在这种上涨过程中，如果出现了交易所库存增加，说明贸易商已经明确看空盘面了。相对的，在基差倒挂的上涨行情中，如果没有库存或者库存维持很低水平，其实并不能说明贸易商在看多盘面价格。同样的思考和范式也可以应用在下行行情之中。

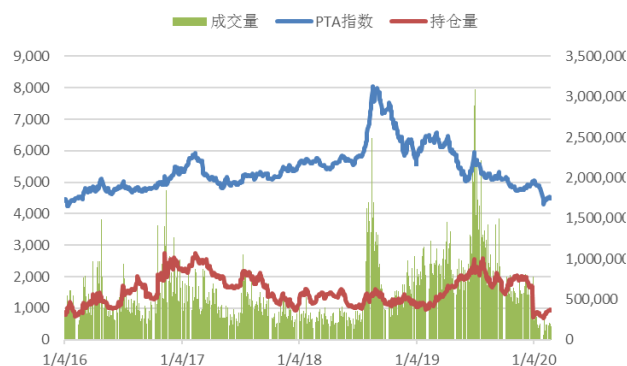
从这里我们可以看出，盘面的近远期结构其实说明了参与者对市场的预期。当盘面基差倒挂时候，说明对未来价格的看空，基差正向说明对未来价格看多。但是这种看空和看多并不是主导行情上涨或者下跌的主要驱动力。因为，就像上面所讨论的，行情可以由于现货紧缺从而倒挂基差上涨，同样的也可以由于预期看多从而正向基差上涨。更重要的是区别每一个不同的上涨或者下跌行情背后的原因。

总结来看，其实市场的上涨或者下跌主要是两方面因素在起作用：预期和现实。由的上涨过程是明显的预期拉动现实，比如正向基差的上涨行情。还有的上涨过程是现实拉动预期，比如倒挂基差的上涨行情。这两者根本原因的不同直接导致了他们行情的持续和结束特点不同。

对于预期拉动的行情，往往表现为启动之初多点共振，市场整体产生了一个较为统一的预期，行情开始突破上行，投机者逐渐进入市场在度推高远期价格，最后当远期实在过高之后才猛然发现现实并不能持之过度上涨，于是开始预期向现实的回归过程。这样的行情往往在开始之前能够通过市场不同的侧面进行观察和反应。比如和每个商品联动的股票指数就是一个很好的预期反应。在于其某个商品会好转的时候，由于涨价行情提高的盈利能力会更有力的反映在股票价格上面。因为股票价格是对这个行业全部未来的盈利能力的折现，而对应的商品期货价格却只是到某个月份为止的预期价格。所以，在商品价格下跌的末期往往会表现出明显的“相关性坍塌”现象。就是说商品价格的下跌伴随着这个商品对应股票指数的筑底甚至开始上行。同时商品价格下跌的末期会出现基差的回归，从倒挂的价差回到平水甚至正向的基差，这就充分说明了市场对这个商品远期价格已经开始不在看空。同时在长远一点的未来开始看涨。

另一方面，对于现货拉动的上涨行情，行情的启动点往往来自于供应短缺，是个比较个体的考虑。比如某个化工厂爆炸导致的生产停滞等等。这一类行情启动多半受到突发事件影响，不会有很长期的盘面侧面观察，比如没有明显的股票指数联动效应，没有宏观联动效应。也就是说如果短期内出现了个别板块的独立行情，那么主要关注的是他的近期合约表现和现货供给需求情况。这直接导致了这种类型的行情会对库存特别敏感，往往再次出现的高库存会直接击垮当时的趋势。

下面我们从 PTA 最近四年的历史行情进行复盘回测：



图一、PTA 日线



图三、PTA 库存对比



图二、PTA 基差对比



图四、PTA 股票对比

*不同阶段使用灰色框线由深到浅表示

第一阶段：预期好转期货拉动现货上行

这一阶段主要是承接了 15 年开始的商品整体大跌，在 16 年初 PTA 的价格已经在历史最底部，这是看到盘面基差转变成了正向，远期开始逐渐高于近期，并且这种基差结构维持了很长时间。说明未来预期 PTA 的价格是要比现在的现货市场高的。这一阶段是期货带动现货上涨，同时看到即便是预期好转的情况下仍然没有贸易商进行抛售，说明当时的期货价格大概率已经低于贸易商库存成本价。导致贸易商不愿意亏损抛售。但是这个时候 PTA 的股票指数并没有很明显的拉升，可以确定还在筑底盘整阶段。

第二阶段：库存突然暴增，贸易商甩货套现

在 PTA 第一次拉升之后，盘面上来讲基差仍然保持之前的升水水平并没有很夸张的拉大，说明期货带动下现货跟涨意愿强烈。由此形成了正反馈促使期货价格和现货价格一起同步上涨，基差不变。但是在 PTA 触及 6000 左右的指数价格时候，交易所突然出现了天量库存，贸易商瞬间一起抛售 PTA，这一时期的唯一解释就是现在的价格恰好走到了贸易商库存成本价。历史积压的隐性库存一口气在盘面得到释放。导致盘面措手不及，开始下跌，之前的良好上涨趋势短时间告一段落。但是这个时候 PTA 的远期价格仍然保持了升水结构只是在下跌的后期出现了短时间的坍塌。PTA 的天量库存被慢慢消化的时候，PTA 的股票价格指数开始了拉升正式走强。PTA 商品整体预期仍然偏强势运行。

第三阶段：预期重新修正，升水结构坍塌

在 PTA 天量库存事件结束之后，盘面上明显的变化是升水结构不在保持，取而代之的是正负交错的混乱格局，这一时期远期结构稳定性极差，可以两三天升水在两三天贴水走势。同时在这种反反复复的变化的末期，再次出现了库存增量。对比当时的价格可以看到，这个价格基本持平在 PTA 第一次拉升的高点，也就是说贸易商觉得这个价格卖出 PTA 是很划算的。同时由于这次的库存增量盘面再次为之一震。但是不同之处在于，这一次的上漲是伴随着股票指数的突破进行的。商品盘面没有明显的升水结构，但是股票指数却十分强势。市场对于未来价格的预期基本持平现在价格但是对于未来商品的需求却是在增加的。

第四阶段：现货吃紧，拉动期货上行，投机热情加重

暴力拉升阶段，这一阶段主要开始于库存增量的消化和贴水结构的稳定。可以看到价格一直维持在 5500 左右很长时间，但是同时增量库存彻底被消化殆尽。当时的股票价格指数早已经明显高于商品价格指数（走势强弱上明显强于商品价格指数）。商品价格突然突破上行，伴随基差剧烈放大，这是投机者大量入场做多近期合约的明显特征，说明当时的市场投机者认为库存吃紧，现货需求旺盛，所以暴力拉升近期价格。但是市场的远期却没有跟随，远期市场是反映当下市场是否投机过热的很好指标。

第五阶段：基差过度拉大，上涨趋势崩塌

盘面基差在走出了历史天量的贴水之后，价格瞬间崩塌，由现货向期货回归。这时候看到盘面出现了明显的单尖头部回调，也就是人们常说的尖顶圆底。这次回调是配合着股票指数一起进行的，同时基差维持贴水结构不变，说明预期看空价格，现货高估，同时未来预期需求也被高估。再看库存情况，这一时期的下跌途中出现了部分交易所库存仓单，说明但是即便是远期价格远低于近期价格当时仍然高于贸易商库存成本价，再一次应征了现货被高估。PTA 就此开始了漫漫熊途。

现在（红色框线）：基差回归正向，预期开始好转，库存仍在低位

崩盘之后的下跌末端，贴水基差瞬间消失，取而代之的很长时间的平水结构，预期价格与现在价格相当，但是现货价格在这一时期内剧烈震荡，最后还是破位下跌。但是破位之后的 PTA 走出了明显的升水结构，并开始逐渐扩大，说明这一时期的下跌过程远期价格不在跟随近期价格下跌。

预期已经不在过分看空 PTA 价格。那么左右盘面只运行的多半来自现货价格，我们从这一时期库存变化可见一斑，远期开始升水时候往往伴随库存增量出现，贸易商在当前的远期价位仍然愿意出货锁定利润，这能说明目前现货市场贸易商的库存压力明显，但是并不能说明贸易商持有看空观点。再看未来需求预期方面，从 PTA 同一时期对应的股票指数出发，看到股票指数走势源远强于 PTA 商品价格走势，形成了明显的剪刀差。说明未来商品需求预期还是看多的，配合目前的商品盘面正向基差也说明未来价格看多，那么唯一存在疑问的就是现在的贸易商库存压力了，这一时期的 PTA 商品环境像极了 16 年初 PTA 将要开始上行的环境（股票指数盘整，交易所库存低位，稳定升水结构）。目前需要验证的行情确认点就是：交易所库存在升水结构不增反降，PTA 股票指数在度多头突破。同时最近的一个有效阻力位（经过了 4 年的贸易商抛售线）就是在指数价格 6000 左右。