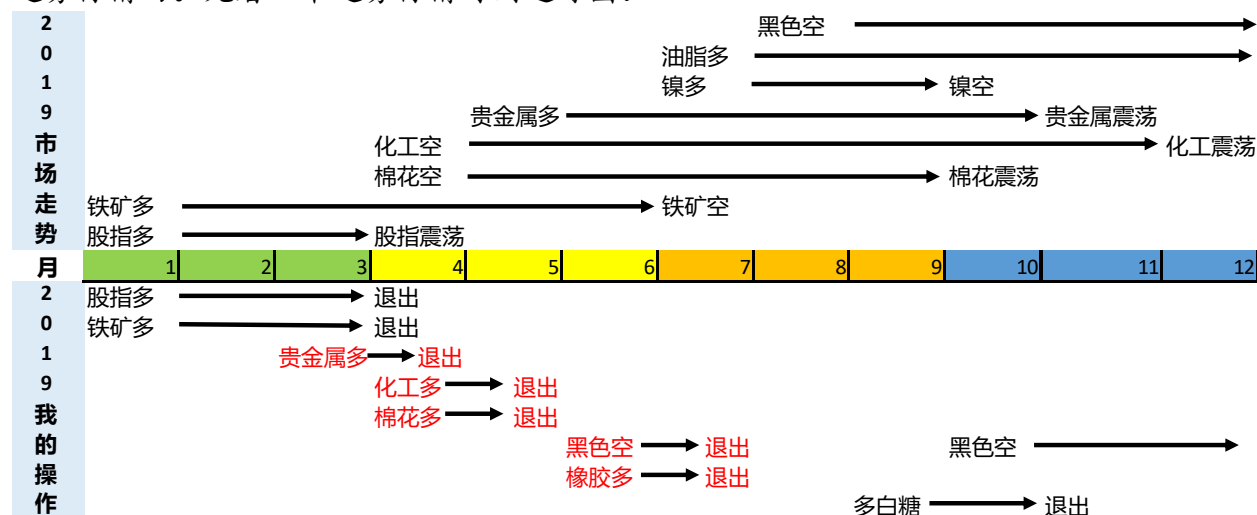


# 2019 年终总结

---Alan

2019 年 12 月 14 日

2019 年市场由于中美贸易战反反复复正当剧烈，在杂乱的市场中还是出现了几次有效的趋势行情的。先看一下趋势行情时间追踪图：



图一、2019 市场情况和我的操作对比

从上图可以看到 2019 年市场有 6 次比较明显的趋势行情，分别是：

一月份：铁矿石的多头行情

四月份：化工品和棉花同时开始空头行情

五月份：贵金属的多头行情

七月份：油脂的多头行情

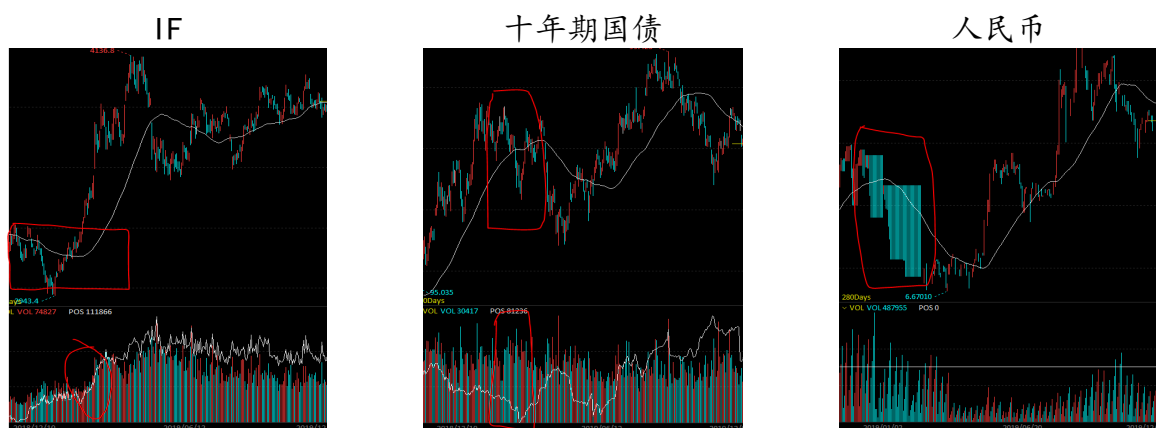
八月份：黑色系的空头行情

这里我们删除了股指的多头行情和镍的多头行情，因为他们走势属于短期爆发但是很快被市场自我纠正的行情。在讨论趋势走势的时候由于时间过短，这里认为趋势走势失败。从市场上出现的这六次趋势行情来看板块演变从黑色多头到化工空头到贵金属多头到农产多头再到黑色空头。有着明显的轮动效应，没有哪个版块是连续爆发的，同时农产品往往是反应最慢的，黑色系反应最快，有色和化工居中。可以说如果首先发现了黑色系的转变，有观察到了化工或者有色出现了联动，那么大概率剩下的板块会联动。再看看我这一年的操作，一句话概括就是太心急！我们操作时间轴往往比实际行情提早了大概两个月。从我观察到可能出现的行情突破口开始到实际行情到来中间经受的折磨让我频繁退出。可以看到贵金属我的进入时间是三月份，而实际行情到来大概在五月份。化工品和棉花的行情完全看错方向，稍后会分析为什么当时出现严重误判。黑色系的空头我从六月开始进入，但是实际的黑色系空头从八月才真正到来。不过这一次我们选择了在十月份第二次看到做空信号的时候再次进场做空。油脂的多头行情我们发现了但是由于突破太快没有跟上操作，主要还是由于没有及时分析导致操作慢了一步。橡胶的多头我们从六月开始进入，但是实际行情从八月开始走强，目前并没有突破盘整区间所以我们并不把橡胶列为趋势行情。

下面我会按照时间顺序逐一讨论 2019 年的得与失，在给出我这一年的经验总结和以后的基金操作策略。

## ❖ 2019 年逐个策略成败分析

- **股指多头操作：**我们在年初观察到市场出现了对内盘股市的极大乐观情绪，同时看到股指出现了做多信号所以选择做多股指，操作正确。当时的主要信号有：避险货币大幅贬值，债券破位进入空头同时人民币和亚洲区货币大幅升值，说明市场上资金开始流入内盘同时风险情绪乐观，导致了短期的报复性反弹行情。但是由于缺乏持续的增量资金最后在反弹了 3 个月后草草收场，从新回到宽幅震荡格局。详细分析可以参考我的另一篇文章：“我为什么错过了黄金\_2019”。下面给出当时市场环境的走势图：



- **铁矿石多头操作：**铁矿石的多头操作是因为我们看到了当时市场铁矿石库存偏低伴随比较大的远期倒挂，伴随当时巴西矿难导致供应大幅消减，同时铁矿石价格走出了明显的收敛三角形从 17 年初的高点一直收敛到 18 年末突破，长达两年的酝酿价格没有出现新低（详见下图），最终矿石多头行情爆发。



铁矿石在今年年初开始突破两年的收敛形态，叠加当时的库存处于低位巴西矿难断供，爆发之前远期曲线已经明显倒挂，最终走出了供应端主导的趋势行情。我们看

到这样的趋势行情一旦供应端紧张解除马上就会重新回到空头区间，表现为暴力拉升之后一泻千里。市场对铁矿石的需求一直没有起色，生产商看到更高的价格没有选择囤货反而开始借机出清，这就是导致价格最终自由落体的原因。在这种纯粹的供给端主导的趋势行情中盯住生产商的增产意愿是十分重要的指标。如果需求端能够同时有所起色，比如开始提前加大采购那么行情寿命会大大增长。

- **黄金的多头操作：**我们从年初的股市反弹失败和债券重回多头叠加贸易战紧张升级，导致宏观避险情绪明显加重。考虑到黄金价格已经持续两年多的盘整区间，我们果断在看到做多信号之后选择了跟随。

黄金

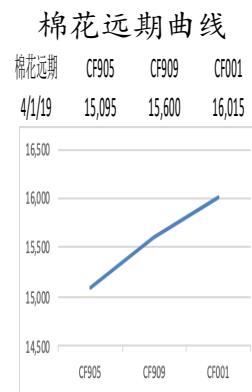
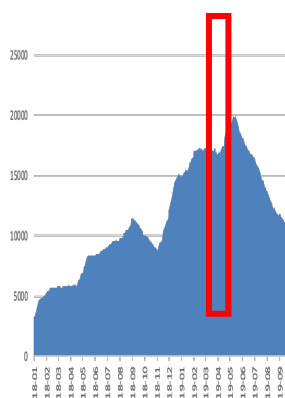


最终我们的黄金多头止损离场，为什么？由于过早做多在上图红圈处突破之前黄金有一段时间进入了空头，具体表现为空头主动进场伴随多方减仓止损。考虑到当时黄金价格正处在一个两年的盘整横盘区间上，出现这样的走势我们只能认为当时的市场缺乏做多热情，所以选择了出场观望。我们按照策略要求止损离场。最终黄金突破的时候我没有敢再次跟单。以至于死在了行情爆发的前夜。我犯过不止一次过早进场，经历一次反复之后不再敢于跟单的情况。后面我会讨论明年如何针对性的克服这个情况。详细的黄金操作过程分析请参考我之前的文章《我为什么错过了黄金 2019》。

- **棉花和化工品的错误做多：**今年六月以来连续做错了多笔交易，都是发生在棉花和化工品上。主要原因是当时没有进行“尽职分析”和收到铁矿石过早离场的情绪影响。觉得自己错过了将要来的多头趋势，但是事实上铁矿石不过是短期断供，股指也是短期报复性反弹，并不能影响市场总体的下行趋势。我对市场的错误认知主要来自于内心情绪的躁动和对错过之前行情的后悔。这都是不该出现在新的交易里的情绪。自己没有完全平复情绪的情况下一通瞎操作，导致连续止损。下面我们再次回顾一下当时的市场环境使用基本逻辑判断来再次判断是否应该进场。我们首先看做多逻辑是否成立，做多四要素：

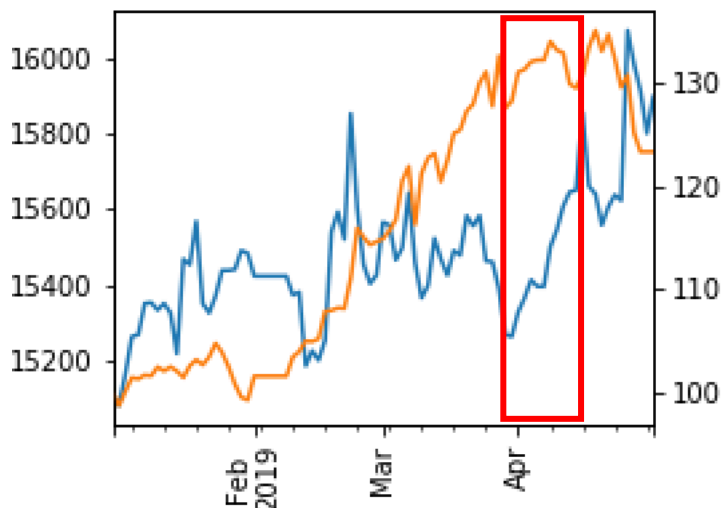
**倒挂基差+低库存+生产商高毛利+盘面发出做多信号**

棉花在 2019-04-01 的情况如下：



棉花股票和商品价格 2019 年 4 月相对走势图

CF v.s. CF Stock

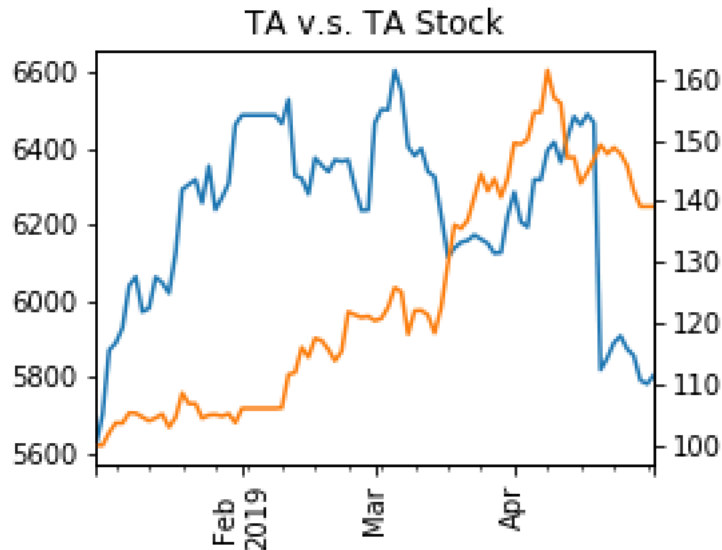


可以看到当时我们做多的依据主要是看到了棉花生产商利润率提高导致估值提高，当时市场上有一波做多面化的热情，但是反观面化当时的盘面走势，库存处在历史高位，同时伴随正向的远期曲线，说明当下市场的供给充足，同时过高的远期导致贸易商开始抛售远期合约来锁定棉花的销售价格。基本面并不利多。不过我们做多以后棉花确实在 4 月之后进行了一波拉升，主要是由于市场短期做多热情推动的炒作盘。在棉花股票反弹失败之后基本基本奠定了基本面会依然主导价格运行逻辑，之后棉花价格从 5 月份开始一泻千里。我们随着价格破位止损退出。这一次做多违背了基本面的规律，一味的跟随短期炒作热情进场，没有及时止盈交易，需要注意的是当基本面没有跟随炒作趋势的时候，行情往往是昙花一现的“短命行情”。

PTA 在 2019-的情况如下：



PTA 股票和商品价格 2019 年 4 月相对走势图



从上图可以看到，我们做多 PTA 的逻辑和棉花当时的做多逻辑一模一样，都是看到了生产商利润率提高，股票估值整体提升，市场存在做多热情所以选择了跟随，但是同样的都忽略了当时的 PTA 库存太高，但是这一次 PTA 的情况其实比棉花要好很多，因为当时的 PTA 远期处于倒挂趋势，说明近期货源紧张，但是转眼一看 PTA 近期库存处在历史高位，很难想象为什么那么高的库存却导致近期缺货现象？这其中的矛盾我当时没有仔细分析，只是看到了股票对应板块开始走强，同时伴随倒挂远期曲线同时盘面发出做多信号就进场做多了。所以这次做多的分析其实也是不仔细和明确的。但是，相比于棉花的做多 PTA 的做多明显要更有信心。

综合看看这两次错误操作，棉花的操作可是说是大错特错，没有充分的理由和依据随意进场，最终导致止损出场。PTA 的盘面走势转向多头，但是当时交易所天量库存积累，一旦交割开始库存释放，必将导致价格短期的崩塌，没有仔细考虑清楚，最终也导致认赔出场。现在看看，在这种交易逻辑框架之下的操作，如果联动股票开始走弱其实已经说明市场做多热情溃散，就应该考虑止盈出场了。

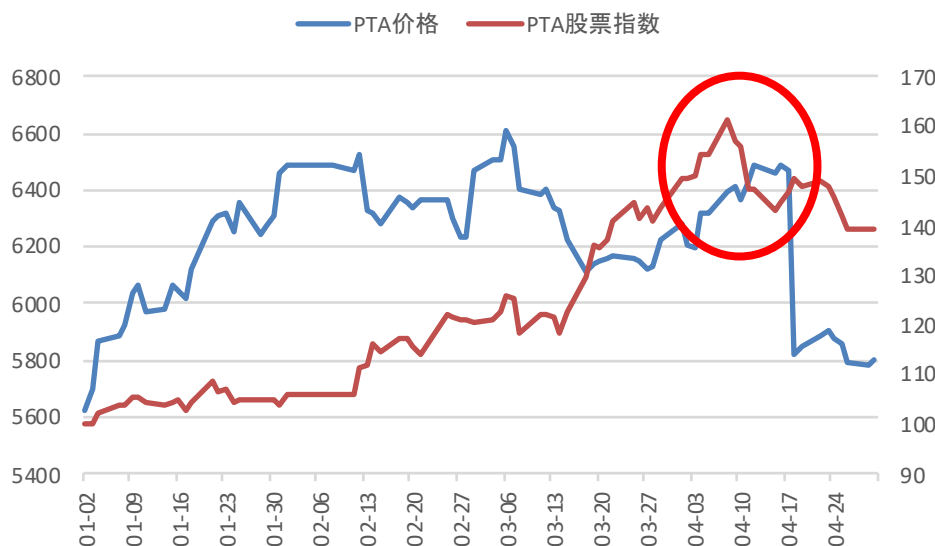
比如下图棉花的股票指数下跌进入空头明显早于商品价格的变化，这里已经给出了预警信号：

棉花股票指数和商品价格对比图



同时在看 PTA 的股票价格和商品对比图也可见一斑：

PTA 股票指数和商品价格对比图



对于预警信号不够敏感是导致这两笔交易出现亏损的一大原因。

- **黑色系做空和橡胶做多：**黑色系的空头行情使我们一直看好的，从今年六月左右开始黑色系股市开始远远弱于大盘，企业需求跌入冰点，再看黑色系商品走势明显弱势，但是唯一让人担心的就是黑色系的远期曲线仍然是倒挂的，由于近期货源短缺影响。同时交易所库存一直很低所以支撑现货价格不能过分下跌。我们进行了一次尝试性做空最终止损离场。但是当时的反弹并没有继续下去，反而在我们止损之后行情继续下跌破位进入空头。具体的分析可以参见我的另一篇文章“焦炭的周期”。这次做空是比较符合我们的判断逻辑的，失败的原因主要是市场噪音波动导



致止损。黑色系一直处在没有库存，远期倒挂严重，近期货源紧张的局势。但是企业端的需求更差，我一直跟踪黑色生产商的股票指数走势如下图：

黑色股票，商品价格指数和大盘对比图



可以明显看到，黑色系股票指数在今年4月之后已经明显弱于大盘，说明实体需求已经跌入冰点，只要生产商有所增产价格必然崩塌。盘面已经不可能有做多热情。但是试空单并不完全符合做空条件：正向基差+高库存+企业盈利下降+盘面做空信号。这注定了试空之能是小范围的行为。我的第一次试空看出头寸过大，所以亏损严重，这是完全的错误！

**橡胶的做多：**当时主要是基于当时橡胶股票明显走强，橡胶价格已经持续三年底部盘整，同时橡胶库存开始下降。最终橡胶多头第一次尝试失败，我在突破时候选择了加仓最终行情突破失败，我止损离场。再继续回调盘整一个月以后橡胶再度开始多头行情，我再一次选择了袖手旁观。橡胶的盘面远期曲线一直处于正向，这是及其不利于做多的。

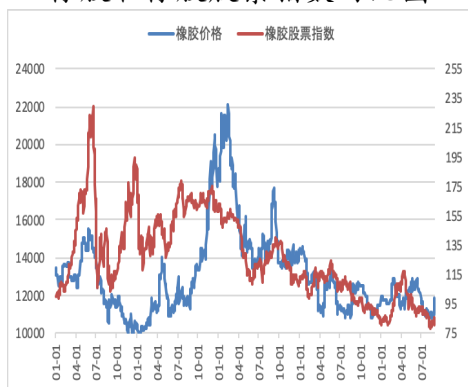
橡胶走势历史图



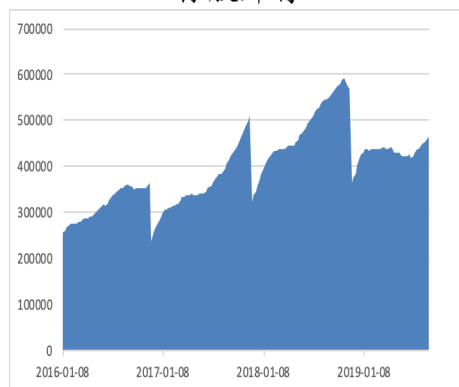
可以说，对于橡胶的做多是完全基于长时间的盘整周期价格完全筑底进行的一次尝试超底。因为橡胶股票低迷，需求端汽车行业低迷，同时橡胶库存一直居高不

下，远期曲线严重升水。这样的尝试其实违反了我们的做多原则，以后不能再进行这样的操作了！

橡胶和橡胶股票指数对比图



橡胶库存

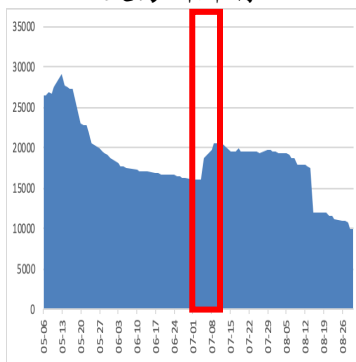


- **白糖做多和黑色系二次做空：**我做多白糖的理由主要基于白糖周期规律叠加当时的白糖相关产业股票拉升推高了需求预期，同时白糖处于历史低库存状态伴随着大量的远期价格倒挂。这一笔交易的做多理由和策略是完全符合我们的操作逻辑的。但是在白糖股票突破失败开始明显转向弱势的时候，我没有及时离场最终导致利润回吐。下图中，糖生产股票在红框区域已经走弱，但是商品价格还在相对高位徘徊。

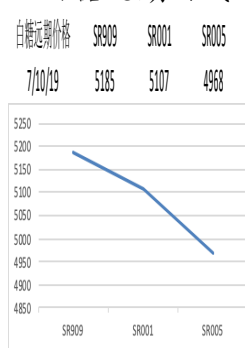
白糖



交易所库存



白糖远期曲线



白糖股票指数和商品价格对比图





白糖的操作我们选择了从7月开始做多，一直持续到了11月份。做多的入场条件其实十分符合我们的策略做多逻辑，看到白糖库存处在历史低位，远期曲线倒挂，生产商股票开始走强，同时盘面发出做多信号。所以我们果断选择了跟随。但是，同样的事情在做多之后股票方面就开始走弱，可以明显看到从八月开始白糖股票就已经明显进入空头区间，但是盘面来讲白糖的曲线仍然保持倒挂，价格仍在多头区间，同时库存没有提升，所以不用选择退出做多。我操作的不得当之处在于当在10月左右加仓白糖之后，由于对行情抱有太多主观想法导致没有及时用跟踪止盈，盈利大幅回吐。特别是当白糖的顶部大阴线伴随多方巨量减仓之后其实我应该至止盈出场观望的，但是我错误的选择了继续持有等待。所以当市场明显不在对这个品种有明显的做多热情的时候，出场观望才是最佳策略。

再看黑色系，我们再次做空的逻辑和之前的没有改变，担忧也同时都在，目前的远期曲线仍然是倒挂并且在未来很长时间内可能都是处于倒挂形态。这主要是由于现货供应紧张，所以价格不太可能出现短期暴跌走势。同时需求端的弱势已经板上钉钉所以长期缓慢下跌是大概率事件。具体的分析和做空报告参见我的另一篇文章“做空黑色系第二次机会”。

## ❖ 有效策略总结和历史回撤展示

进场信号

生产商利润上升+低库存+曲线倒挂+盘面强势=做多信号

生产商利润下降+高库存+曲线正向+盘面弱势=做空信号

出场信号

最新突破平台或最新加仓价位的吊灯止盈

加仓信号

关键位止损信号或者新平台突破

下面让我们用这套操作逻辑来复盘一下2019年这几波趋势行情。这里的生产商利润指标我们采用生产商对应的股票价格加权平均值来代替。

\*\*\*这一部分的内容我会在下一次量化策略构建文章中进行详细阐述。

## ❖ 2020 年展望和操作预期

➤ 首先要看清楚明显的利率和货币情况：

- **利率：**大概率不会继续下降，CPI 大幅拉升农产品涨价行情扩散，央行没有降息的余地和空间，大概率会小幅升息。
- **外汇：**人民币目前仍处在贬值通道，美国经济开始好转，就业率持续低位伴随温和通胀，联储可能结束短期应急性的降息操作，明显重新回到升息通道，美元受到青睐，叠加国内总需求持续走弱人民币贬值趋势仍将继续。
- **利率和外汇直接决定了 2020 年投资的外部环境是货币趋紧叠加本币贬值。从宏观上不具备做多热情和底气。**

❖ **2020 股市展望：**2019 年是个多事之秋受到贸易战影响股市反弹失败宽幅震荡一整年。可以说在 2019 年初的复苏预期被贸易战打的烟消云散，目前来看并不能完全相信在 2020 年贸易战会彻底结束，在 2020 年如果再有反复边际影响程度也是明显递减的（参考我之前的报告《股指策略 2020》），所以贸易战大概率不会是影响 2020 股市走势的中心思想。那么 2020 将会被什么左右呢？总需求在 19 年持续下降，资金面总体平稳，可以看到的趋势只有人民币还将延续空头趋势运行，叠加目前中国的 CPI 远超预期，央行不太可能持续放水刺激经济，反而大概率开始收紧货币政策，那么股市上行空间将受到极大限制。伴随人民币贬值趋势，外资投资意愿也会减弱，进一步消减增量资金。同时看到整个 19 年工业品价格崩塌式下跌，说明商业需求已经跌入冰点。所以大概率明年的股市行情是资金面主导的宽幅震荡走势，短期由于风险情绪转变为乐观，叠加春节效应，将会带来一定程度的增量资金进场报复性反弹。之后由于缺乏实质做多依据资金争相止盈，多杀多。所以预计 2020 年第一季度股市仍然乐观，之后开始缓慢震荡下行。下一步国家的关注重心肯定不再是地产，发展高科技产业试错成本太高，现在的高科技投资主旋律变成了透支未来盈利预期和能力的烧钱比赛，在根本看不到可行的边际利润空间的模式里经营代价太大。考虑到保增长前提下选择增大附加值恐怕还是主旋律，继续增加消费升级类型的产业比较符合逻辑。因为他们有实际的边际收益率支撑利润空间，不需要过度透支未来盈利预期就可以稳定运营。从板块来看，商业贸易战告一段落下一步很有可能开始高科技贸易战，所以直接影响大概率是内盘的高科技股票，IC 仍然不被看好。反倒是受到贸易战影响的贸易板块有可能在第一季度大幅反弹，操作上还是应该以白马股为主，同时考虑新消费类股票，做多残留的边际利润空间。短期可以适当加大配置周期股，增强反弹收益。尽量回避高科技股票。时间窗口预计维持一个季度。

❖ **2020 商品市场展望：**2019 年贸易战导致总需求下降，工业品暴跌，实体经济开始疲软。同时 CPI 大幅走高，受到猪瘟影响的价格暴涨有望扩散到其他农产品。商品总体来看呈现冰火两重天的景象。要看清楚商品总体的可能走势，首先我们看清楚利率的可能走势和人民币的可能走势：

- **基本金属：**需求端没有明显亮点，预计还是受到基建投资的影响较大，通胀预期目前只停留在农产品端，想要传导到基本金属，需要实体商业需求好转作为依据，大概率明显基本金属需求端依然表现平平。供给方面明年只能期待短期事件冲击造成突发行情。所以基本金属明年大概率呈现短期拉升然后快速回吐的宽幅震荡行情。

- **避险金属：**19 年以来避险金属受到政治不确定性影响价格重心大幅上行，明年预计政策不确定性仍然存在，同时由于缺乏好的投资标的的影响资金会开始向避险金属倾斜，预计明年年初受到乐观情绪影响避险金属会继续回撤，然后开始大幅拉升。
- **工业品方面：**19 年总需求下降导致的被动库存积累导致总体库存开始上行，价格崩塌之后生产商出清市场导致新供给收缩，价格开始筑底，同时在 20 年贸易战暂停之后需求开始出现改善，帮助工业品价格筑底。在看黑色系，受到货币收紧影响，重资产行业需求继续萎缩，导致整体需求持续下降，所以价格有望维持弱势下行趋势不变。在年初的时候又可能受到财政政策维稳的影响进行一次小规模反弹行情但不会影响整体弱势走势。
- **农产品方面：**受到 19 年猪瘟影响涨价行情扩散，同时农产品整体属于明显的刚需品中，所以价格重心将整体上行，同时通胀敏感型商品的涨价会更加剧烈和快速。叠加明年由于天气不确定性造成的冲击，目前库存较低的品种基本已经可以确定筑底。明年受到冲击会造成短期暴涨，但是中长期仍然保持上升趋势不变。