

## 本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

FICC大类资产中除了利率以外，另外一部分比较重要的就是原油。虽然说原油我们是用商品的分析方法在做，但是我们会把它放在利率的这一部分中去看：51%的政治加上跟利率之间的关系，然后用商品的分析方法去分析。

这张图在过去一年多的时间内我一直在用，一直在强调的就是当时究竟发生了什么，包括当时对中国的供给侧改革能源市场的判断，基本上用的都是这段历史。事实证明目前这段历史跟现在几乎是高度吻合的。在过去的两年，拿它去做一个前瞻性的预估，应该说是非常管用和好用的。





这张图之前一直放的是00年以前的这一段，之前的这段大家看得都很清楚。后边这一段是我把它又再加上了关于01年到02年的状况。

第一，92年到96年全球经济高增长的过程中，把油价推到了当时的最高点，26美金；油价在96年的一季度就已经见到24美金以上了，基本上96年的整个三四季度是一个震荡上行的过程。

这个过程中，委内瑞拉已经开始逐步地增加产出了，也就是供应其实已经开始增加了，走出了相对应的结构，最终我们看到随着供给增加，需求开始减弱，油价最终在97年的一季度开始，出现了一个单月的大阴线砸下来。

砸下来以后，出现了一个索罗斯式的反馈式的影响，就是危机影响需求，供给又在加大，所以导致油价下跌，油价下跌导致经营市场的资产负债表恶化，导致亚洲金融危机进一步的恶化，周而复始。这其实就是原油的宏观属性，就是它对大类资产、对于新兴市场冲击

的影响。其实油价过高对于新兴市场来说不好，过低对新兴市场也不好，这个之前我们在聊原油的时候都聊过。

亚洲金融危机的爆发的过程中，看欧佩克是在干嘛。欧佩克是开会、开会、开会，达不成协议、达不成协议，甚至开会的时候沙特还继续不减反增，所以导致油价一路下跌。而新兴市场的风险进一步地在恶化需求端，所以相当于供需双杀。

我当时再加上了另外一件事情，就是在2016年年初给大家解释供给侧改革的时候也用到了这张图，看当年发生了什么。第一，朱老总在香港打狙击战，在保卫香港，狙击索罗斯。其实跟新兴市场的问题都一样，只是说中国当时，第一我们在比重中占不到大头，我们真正崛起是02年以后；第二是我们的风险和问题都一样，都是债务的问题。

在成功地保卫住香港，化解了第一轮冲击以后，我们马上着手进行改革，因为我们的问题都一样，都是企业债务和银行负债。所以朱总理进行了供给侧改革。我们当时的供给侧改革真正意义上是从这儿来的，就是通过行政性的手段一刀切，使得一部分破产倒闭、清算重组，然后使得我们的上游供给曲线缺乏弹性以后，获得利润。

这跟2016年刘同志搞的供给侧改革一模一样，只是大部分金融市场的人对98年这个事情没有记忆。我当时只是拿这段历史重新告诉大家，该怎么去看待供给侧改革。它就是两三年的一个目标，就是为了修复资产负债表，就是为了化解债务，不是什么所谓的周期。

这个过程中，油价当然是囚徒困境，越开会越没戏，沙特不减反增，直到最后1998年的三季度，油价已经低于14、15美金，近月价格甚至接近10块的时候，其实已经伤及到了各个国家的资产负债表。沙特在内基本上都坐不住了，市场在这个过程中形成了 **super contango**，近月价格低，远月价格高，超级无敌的**super contango**结构出现。

这跟2016年完成冻产协议前的国际市场的油价基本上是一样的，达到囚徒困境的临界值了以后，完成结构。只是在2014年15年16年，当时其实还应该考虑到页岩油，这是唯一不一样的。就是说，历史不会完全重复，但是有着高度的雷同性，故事都差不多。

在这个过程中，包括委内瑞拉在内，终于在98年的四季度开始减产，当它减产了以后，市场价格就不再跌了，市场的**super contango**结构开始慢慢地修复，到了1999年的4月份，委内瑞拉数据出来了，开始按照计划，委内瑞拉、伊朗都开始减产，这个时候油价一个大阳线桶上来，从12美金拉到18美金。然后开始进入到一个三个月的震荡期。这个震荡期内，原油市场的结构已经从**super contango**开始慢慢的烫平，甚至开始往back去转。后面就就迎来了99年年末的这波油价的大幅度的上涨。

这跟2010、11年大家炒原油期货的泡沫是类似的。这个我就说几数八，这就是一个资产负债表修复行情，您可千万别把它想着什么周期性的行情，对吧？它就是一个从亏五个亿到挣十个亿的过程中带来的股价的重新估值。但是问题并没有解决，只是化解了负

债。

当油价在1999年年底开始创出历史新高，触及到28美金以上，然后快速拉升到36的过程中，这个结构甚至都开始前端有一些back，整个路径从减产到库存下降，来推动油价快速的结构性的推动。尤其是当时重要的沙特、委内瑞拉、墨西哥在99年基本都没有表态，到2000年的3月份之前都没有增产的协议。

当时库存也还在继续的下降，所以说相当于库存下降、结构、市场预期.....沙特、委内瑞拉、墨西哥没有增产的计划，还有挪威当时石油工人罢工，美国推出新的汽油标准，这其实都是零零星星的火星，核心还是库存下降，减产的各国并没有增产的计划，使得市场的油价非常亢奋，尤其后边，上涨的速率、斜率是非常快了，过了新高28美金以后基本上都是加速性的上行。

像2000接近3月份的时候大家开始犹豫了，你看到3月份出了这样的一个K线，上影线非常长，下面是一个大阴线，宽度非常的宽，27美金到34美金的幅度。

这个过程中大家在犹豫的就是你当年的承诺，00年3月份之前没有增产，那3月份到底是谈增还是不增？欧佩克的成员国在3月中开始达成4月份增产170万桶的协议，这个协议一出，也就是这根大阴线，上影线很长，下边这个阴线很长的过程。

但是在这个过程中油价到底有没有受影响呢，没有。为什么？因为很简单，在这个过程中库存还在继续降，转折都要有一个过程，不是说马上增产了，油价就完蛋了。所以你可以看到，真正的油价的高点实际上出在2000年的四季度，而不是之前。

这个过程中整个曲线的走势是一个收敛三角形，如果很多人看技术性分析的话，那就是个收敛三角形的形态。这个过程中是暴跌暴涨，暴跌暴涨，大家都在等行动。但这个时候其实高油价已经可以让欧佩克的国家们做得很爽了，所以大家实际上从00年3月份以来就已经开始增产。但是市场上大家因为没有看到典型的中观变化，也就是没有看到库存开始下降，所以对油价仍然是寄有希望，但是结构上已经是一个做顶的结构。

6月份再次的增70万，沙特阿拉伯单方面在增，9月份到10月份再增80万，一年增了三次才完成了油价高峰的这个震荡三角形。美国在9月下旬宣布从11月份再投放3000万的战略性储备，所以这个过程中就是供应的增加，要等的就是库存。而这个时候高油价已经开始伤及到了利率，一会我们看那张把所有元素放在一起的表就能看得很清楚，这时候高油价已经开始伤及到利率，利率已经开始形成冲击，需求曲线已经触及到它的边境了，风险已经开始爆发，而供应曲线在释放，大家无非就是等库存。

等所有的事情都明朗下来以后，库存开始发生变化了，这个时候一根单月大阴线，油价就开始了，它的暴跌的旅程从36美金一路砸到最低26美金，然后在2011年开始一个小幅空间震荡的过程。这个时候其实就是重演了97年亚洲金融危机的情况，无非在这儿是00年互联

网泡沫。

震荡的过程中，欧佩克表示不在会议上达成减产的协议。这给大家一个更悲观的信息，就是大家总以为油价下跌的时候他们就一定会减产，不，囚徒困境啊，增产容易减产难，所以跟97年情况一模一样。

暴跌下来以后你减不减，不乐意减，好，继续得完蛋。所以供应的过剩、欧佩克不愿意减产、库存开始增加、需求开始恶化，情绪开始悲观。

在横盘了一段时间内，大家发现，没有故事了以后，油价开始进一步下跌，到2011年年底12年年初，基本上油价打回到了18美金，你看这个路径是不是高度的一致。

到了这儿以后，所有的游戏就开始变化了。第一，2000年互联网泡沫的冲击持续了一年半以后，美国证券市场也出现了比较大幅度的调整。中国当时在干嘛？朱总理在2000年最高峰的时候实行债转股，我们的证券市场不仅仅是到了2001年，我们一直持续到2005年都是熊市，因为证券市场的基本职能。

而全球市场，到了2002年，随着中国入世，全球经济缓慢开始出现了一定的复苏，关键是在2001年小布什的911政策，形成了对油价重大的长期的一个推动，美伊环境在02年开始紧张，打仗开始，油价又快速地上来。在那个时候你就可以看到，全球的共振周期来了，

美元走弱，全球需求复苏，中国经济增长，两伊战争，油价在战争的环境中间出现的供应的问题，中国带来的需求的问题，还有放松金融监管等这些因素，成为了2002年到2008年09年原油价格的那一段历史，那个其实正儿八经是全球经济共振的正反馈。

那么讲这张图的目的是什么？就是因为跟现在的高度一致性，一模一样。油价的这个情况你大概了解，我们反过头来去看，把所有的要素放在一起，你就会发现有着太多太多的相同性。

---

## 相关文章



韧性与耐性的考验——2019年贵金属年度展望

2018-12-06 10:50



美元衰落谁能崛起？摩根士丹利推荐十个长线投资机会

2018-11-29 23:56



发达的劣化 ——2019年全球经济展望系列之三：发达市场

2018-11-19 10:06



安全带请系好！一张图看懂未来7个月的35大风险事件

2018-12-01 19:52



兴业研究2019年度策略会：鲁政





## 委-稳增长与稳杠杆的平衡

2018-12-07 10:42

### 3条评论



请发表您的评论



d2132410896

4小时前

棒棒棒



赞



回复



大赢家

4小时前

非常赞，对于没有经历过那段历史的人太有学习的意义！接下来希望能听听汇率股市泡沫的历史。



2



回复



悠游有圈

5小时前



👍 赞    ↩ 回复

## 联系我们

广告投放

意见反馈

信息安全举报

## 关注我们

微博@华尔街见闻

邮件订阅

RSS订阅

## 加入我们

招聘专页

## 评论自律



从其他方式使用本网站的内容。

评论前请阅读网站“[跟帖评论自律管理承诺书](#)” 举报电话: 021-65963809

儿童色情信息举报亦可联系: [contact@wallstreetcn.com](mailto:contact@wallstreetcn.com)

华尔街见闻不良信息举报电话: 18521730658

[违法和不良信息举报受理和处置管理办法](#)

界面新闻 | 证券之星 | 全景财经 | 观察者网 | 中国经济网 | 猎聘网 | 华夏时报 | 陆家嘴金融网 | 英为财经Investing.com | 黄金头条 |

信息科技有限公司 wallstreetcn.com 沪ICP备13019121号 增值电信业务经营许可证沪B2-20180399