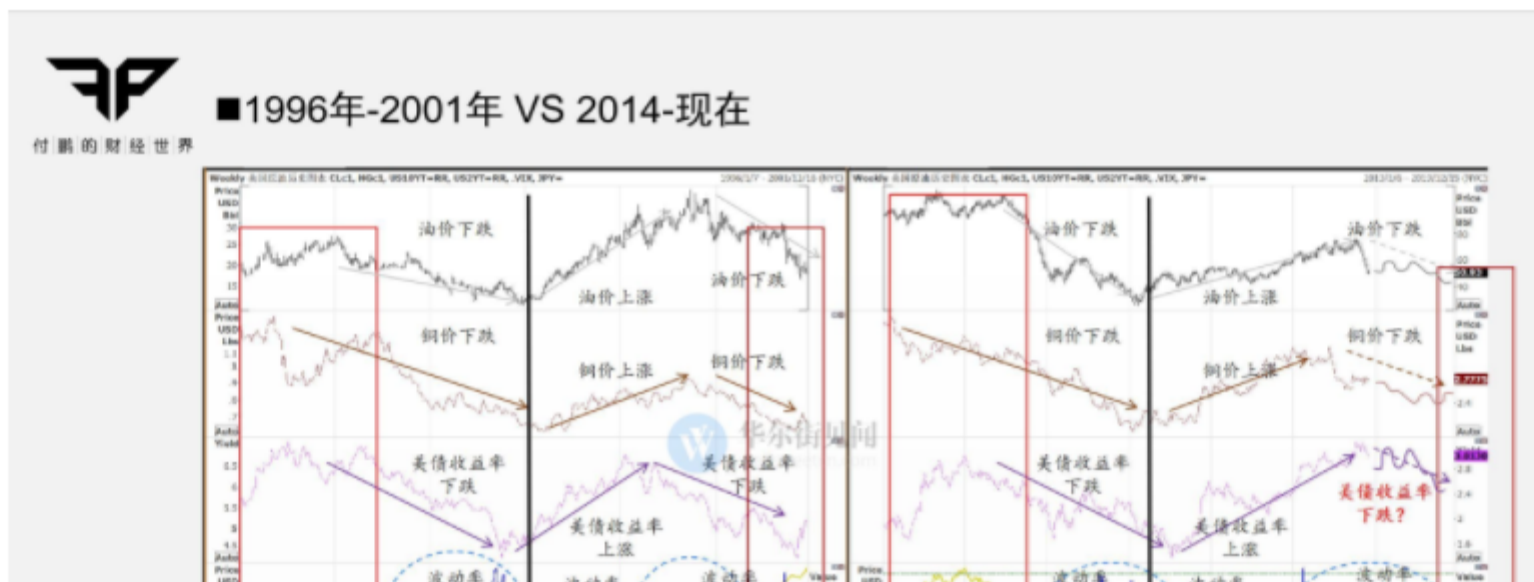


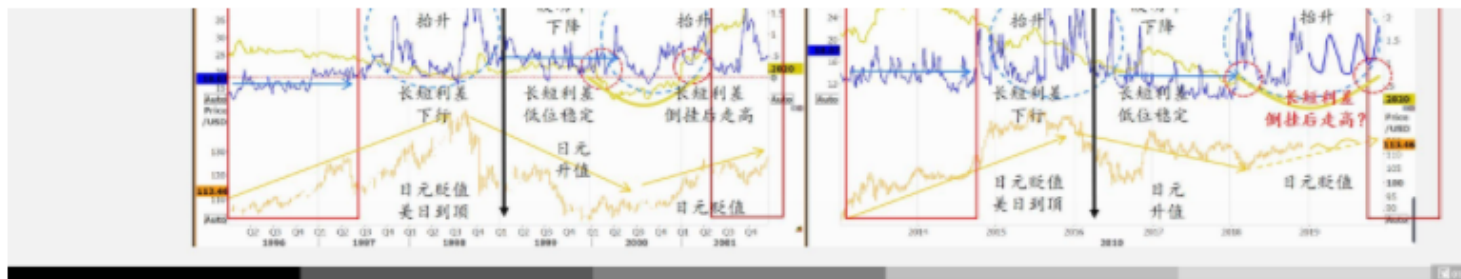
## 本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

聊完原油当年的情况以后，我们很多大类资产的东西基本上就可以串起来。

聊完利率，聊完能源，实际上所有的大类资产的内核的核心也就出来了。我们把当年这段历史，96年到01、02年的这段历史重新翻出来，无非是把所有的核心大类资产放在一起，油价、铜价，铜是copper，我们之前讲油铜比的时候讲过，油铜比其实本身反映着利率和总需求的问题。





油、铜、美债收益率十年期我们放在上头，波动率放在上头，长短端的利差放上头，我把汇率上面的一个很重要的汇率，避险性的日元放在上头，那我们来做一个基准的对比。这样的话，全球主要的一些大类资产，我们大概就可以看起来。

92年到96年的过程，油价上涨，copper价格在95年也比较高，美债收益率处在上行的过程中，到97年亚洲金融危机的爆发，油价的下跌……这一段的历史其实跟2014、15年的情况是一样的。如果我们做一个对标的话，我们大概进行一个标注，大概这个就相当于是2014年以前，这个转折点大概就相当于2014年年终，一直持续到2015年年底、16年年初，大概是这样的一个前半段过程。

我们看到几乎是类似的，能源价格的下跌，总需求的恶化，铜价的下跌，美债收益率的下行，全球经济基本上确定是由新兴市场风险引发，然后利差下行，波动率抬升。

当然了你会说，当时的利差都已经接近于倒挂了，那这个是有不同的环境。但是基本上，利差的下行，日元的贬值，伴随的是日元的逐步的到顶，全球经济的转折点开始出现，大概在2015年的年底，一轮小的经济复苏开始。

这个过程中我们可以看到日元开始升值，长短端利差开始稳定下来，波动率下降，当然了无非就是当年97年98年长短端利差维持在低位，但是波动率下降，长短端利差维持下来，日元开始升值，铜价上涨，美债收益率上涨，油价上涨，这个基本上对的就是2016年到2018年年终。

我们可以看到，铜价差不多跟油价是同步的见顶，然后油价下跌，铜价下跌。美债收益率其实是先行的，在2000年的时候，互联网泡沫的更早，因为利差实际上是先行的，在2000年是先于美国经济不行发生了。那个时候因为没有中国的支撑力，新兴市场一直处在局限下，还处在康复的阶段中间。

美国在00年一开始不行了以后，它的收益率是先行的，这个跟我们现在看到的情况不一样，这是唯一的区别。就是因为现在，第一，在2016年到18年过程中，中国起到了很重要的支撑作用；另外一方面是因为逆全球化开始发生以后，最后一个出现的是美债，也就是说原来是最先行的数字现在变成了后行，但是逻辑都一样，只是一先一后的问题。

当时是先发生了美债收益率的下跌、倒挂，波动率抬升，日元开始从升值转成贬值。这其实并不是说风险来了，日元一定是升值的，这个不一定。我们来看现在的情况，就是我们看到这个图。我们之前都讲过14年页岩油的情况，管道的问题，油价开崩，新市场风险开始诞生，其实总需求在08年金融危机以后，在2012年就已经见顶了，所以说copper价格只

是缓慢渐进式的下行，比油其实要更早一些。

当时来看也是这个意思，基本上copper和油都有一个铜价先行的过程。这个其实就是跟油铜比有关了，就是总需求恶化，利率上行一定带来的是冲击。美债收益率下行，而且在16年的时候是加速再次下行，这一段是跟负利率套息有关系，其实98年的时候，跟日元的开始确定的道理是一样的，没什么区别。

所以之前我们解释为什么美债收益率会拉到1.5，这跟美国经济之间没太大关系，更多的是跟负利率当时的开始确定套系有关。这跟98年的末端美债收益率的表现是一样的。长短端利差当时还比较大，长短端利差当时还有1.5个点，波动率抬升，长短端利差继续下行，只是当时长短利差已经是接近倒挂了。日元贬值，美日到顶，日元在末段的时候，风险开始集中释放转成升值，波动率偏高。

然后后边我们可以看到长短端利差还是进一步下行，但整体来讲相对平稳，利差已经没有空间了。波动率在2016年年底开始恢复过来。其实当时中国也搞了供给侧改革，98年朱镕基总理搞的供给侧改革，我们在聊油的时候也聊过了，新兴市场开始稍微稳定下来，能源开始达成共识，全球总需求开始略微复苏，市场开始稍微恢复到正常状态。

美债收益率上行，铜价上行，油价上行，然后又回到了低波动率状态，利差保持基本稳定，日元整体是升值状态，只是幅度大或小一些而已，没啥区别。整体逻辑基本一致。

然后铜价先见顶，不能够再上行，油铜比开始拉开。我给大家解释过关于油铜比的问题，它隐含着波动率要抬升了，利率开始进一步地下行，这时候已经接近现在的临界值了，30个bp以下。一旦跌到30个bp以下，风险就开始产生。当时是利率直接就完成了倒挂，现在是30个bp到20个bp到十几个bp。这个过程中日元贬值，其实简单讲就是跑马游戏中日本还有空间，日本央行可以继续下行。看最近日本央行的表态，安倍晋三的表态，黑田东彦表态都在告诉你，类似这样的游戏。

铜价下行完成，油价的暴跌开始，然后欧佩克开始行动，美债收益率在这个时候是最晚见顶的，也就我们都完成下行以后，最后看到美债收益率。现在波动率基本上都处在比较高的水平。

所以由这个东西去对2019年做预测，我认为没有什么区别。第一，现在情况跟2001年的情况是一样，至于说2020年会不会有类似于2002年的情况，我不知道。02年有中国加入WTO，全世界有增长的空间，现在的问题是G2（中美）之间分歧非常大。2001年的911，到一年后伊朗问题的发酵，这些东西是目前来讲我们还没有看到的。我不知道历史会不会完全重复，但值得关注。

2019年大概率上我们可以预估的是油价，跟当时一样，第一波下跌完成以后进入到一个震荡期，现在也比较出来了，欧佩克的减产够不够，减多长时间，减完了以后还要不要再

减，因为再过六个月美国页岩油又开始冲击了，要不要再减，如果不减的话跟当时一样，如果到了2011年一季度以后不再减了，油价进一步下跌，那后面会不会复制我们不知道。但整体来讲，我们判断油价的区间大概是跟17年当时的情况是一样的，大概在这个区间内波动。

Copper价格应该是总需求的恶化，也会慢慢地往下反应，更多的就是宏观因素了，虽然说微观上它本身可能很强。美债收益率呢，我们认为十年期到顶了，后面就是利差加速倒挂，波动率抬升，美债收益率缓慢下行，长端收益率实际上已经下行，也就隐含着美联储的情况，然后日元还是一个缓慢贬值的过程，但幅度可能并不大，然后直到某一个临界值的事件出来。

这个事件的出现我们要密切关注：第一，19年到2020年会不会有战争；第二，G2（中美）之间的关系到底怎么处理，这东西90天以后也会有故事，怎么处理；第三，如果这些都处理好了，全球总需求的预期可能会慢慢地恢复过来，如果处理不好，问题可能就会更严重。

这就是2019年的情况跟2001年做一个类比，几乎都是一样的。无非就是00年其实美联储已经开始降息了，我们预判的是美联储的加息路径也基本上到头了。像黄金基本上等到2002年也都开始了大的行情。那一切的原因，所有的正反馈能不能产生，还要看2020年，并且

要完全地有雷同性。一些问题还要解决，尤其是全球经济一体化会不会重新再来，还有没有下一个中国，这都成为我们能不能复制02年以后的故事要期待的。

但是做一个这样的历史性的对比，可能对大家会非常有帮助。

---

## 相关文章



【免费试读】2019年展望第二部分：以史为鉴—回顾1996-2002...

2018-12-07 14:00



2019年展望第一部分：仍然是利率为锚（2）【238】

2018-12-05 11:36



2019年展望第一部分：仍然是利率为锚（1）【237】

2018-12-05 11:20



【洪灏5.5】六部分市场情绪的指标观察（2）

2018-11-23 17:20



韧性与耐性的考验——2019年贵金属年度展望

2018-12-06 10:50

---

## 1条评论



请发表您的评论



**Cantonhappy**

12小时前

2001年中国楼市和美股在相对低位，而现在两个在高位。



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



以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](#)

息科技有限公司 [wallstreetcn.com](http://wallstreetcn.com) 沪ICP备13019121号 增值电信业务经营许可证沪B2-20180399