

| 本期摘要

油价的涨跌可以从三个维度去分析变量：OPEC的博弈、远期曲线的结构和库存的变化，每一步的推演都能发现油价涨跌过程中，可持续性不可持续性都在这个逻辑上。

| 音频梗概

00:05

国际原油价格分析套路：三个维度！

今天还是接着聊一聊油，因为原油价格已经逼近一个很关键的位置。25日以后，相对绝对价格的波动，我更关心远期曲线的变化。之前我做過一期97年亚洲金融危机前后4-5年中国际市场上油价暴跌暴涨的分析，并不是让大家关心国际价格的暴涨暴跌而是从三个维度上分析了变量

- OPEC的博弈，在价格之外的东西
- 远期曲线结构

- 库存的变化，供给和需求的变化

然后再是绝对价格，这种套路在国际原油价格分析上是比较靠谱的，因为参与者主体比较充分，博弈这块没法进行量化，而其他都是数据上可以进行短端量化。

02:05

平衡点：三个维度相互共振

国际市场上的原油，当年主要是因为委内瑞拉的增产，实际上现在也是一样的：页岩油的增产、价格的下跌。整个市场从backwardation转成super-contango，油价不停向下寻底，一旦出现开跌就会跌的很深：因为市场无法自己寻找到这个市场平衡点，这个平衡点一定是共振出来的。

当时绝对油价跌破30的时候，当时的super-contango远期曲线两次跌破30后：

- 远期的补偿已经非常高了，换句话说，仓储加上利息的成本足够能把油屯起来。在微观的远期曲线上对油价是个绝对性的支撑。
- 再微观一些看当时的技术性结构，在back转contango的过程中，是油价跌幅最深的阶段，到40这样一个成本线的时候其实市场很犹豫，在这个过程中OPEC开会开会再开会，预期达成不达成这样的反反复复，在再微观的价格表现上有一个收敛三角形的出现，技术分析的人都比较

背熟悉，出现了离背离再背离的状态。



之所以这样是因为所有人对于价格的推动因素并不清晰，远期曲线的contango还在进一步加深，OPEC也没有达成共识。但这个过程中油价绝对值已经相对比较疲弱，大家都处于一个焦虑和恐慌的博弈阶段，而在这个在博弈的过程中OPEC无法达成真正意义上的协议，大家在协议之前一

直在增产（可以看到OPEC产量一直在增加，同时页岩油的产量也在增加）、但可以看市场的 contango 的结构达到一个非常高的水平后已经无法在进一步加深了。为什么说无法再进一步加深呢？因为再进一步加深，会吸引供需的变化，除了OPEC和页岩油的产量，中间还有大量的浮仓、炼厂的行为、贸易商的行为.....

05:35

油价上涨最好的阶段：几个维度大幅共振

super-contango 的结构会影响整个市场的变化，事实上可以看到一直到绝对性油价开始触底反弹 OPEC 的产量仍然是增的，所以说就可以明白：几个维度实际上是相互在应证和共振的，油价上涨的最好的阶段一定是大幅度共振的阶段。

05:51

推演：当减产预期转现实

当油价真正意义上从super-contango开始走出来的时候，OPEC其实已经开始达成共识了，但这种达成共识就像我们分析97年前后的情况一样，这种共识是一种协议性的共识，却并没有形成一个预期转现实的情况。

你什么时候减呢？看数据的话会发现，就算是把OPEC的数据往前推一个月，看绝对数字OPEC是增产的，但由于OPEC会议改变了共识的预期，会发现市场的预期在变。这个阶段绝对价格的变化隐含了两层含义：第一个是super-contango曲线带来的结构变化，第二个隐含的是预期的变化。

但这些因素无法推动油价持续性的上涨。大家需要等待的是：预期什么时候兑现？

预期兑现的过程中，油价展开了进一步上行，均值50到均值55，到55的时候OPEC大幅度的减产开始出现，这个时候比绝对价格更重要的是远期曲线——开始逐步烫平。

06:55

用库存证伪远期曲线

但在这个过程中减产虽然开始出现了，但绝对的库存还没有下降。我曾经也说过，这个时候很简单，远期曲线已经反映的未来的状况，接下来就是证伪：

- 要么库存下来，远期曲线是对的，绝对油价停在一个高位
- 要么库存不下来，那么远期曲线是错的，一旦证伪，super-contango再起来，油价开始下跌，而且是以加深super-contango的过程中开始下跌，那么油价会持续跌很久。

进入到第三阶段的过程中，其实发生的现象是：OPEC的减产在逐步落实，但市场存在忧虑，因为那两个月尼日利亚和利比亚的问题（引发这两个月绝对价格调整），这就是为什么说7月25日是非常重要的节点（参见：[圣彼得堡会议的收获：沙特带头减减减！](#) [全球执行供应端收紧](#) | [【091】](#)）：尼日利亚和利比亚一旦进入约束，沙特继续减产，市场的预期会被进一步证实，第二是季节性库存开始下降。

库存和月差之间的证伪过程中，库存开始降了。

08:00

7月25日以后：共振开始出现了

很多人光看绝对油价，暴涨暴跌吓死你，但整个节奏保持的很好。比绝对油价涨跌更值得关注的

就是远期曲线！如果远期曲线再进一步加深，那这个预期就是错的，但实际上绝对油价在调整过程中，远期曲线并没有起来，而是进一步（尤其是7月25日以后）往backwardation开始有一些转变。

那么就该马上明白，市场的证伪开始出现了，共振开始出现了，7月25日以后：OPEC的预期担忧没有了、季节性库存下降开始了、OPEC进一步供给收缩有了、月差开始走平以后远期套保曲线的力量会大幅度减弱。而技术图形上会发现技术图形已经率先走出来了，而绝对价格还差一个位置，所以很快就从45补到现在的49.7 +。

所有的共振每个阶段都是从矛盾到共振的过程，原油市场全球信息比较透明，相对来说还是能比较合理地去分析它的数据。基于这个情况应该明白油价涨跌过程中，可持续性不可持续性都在这个逻辑上。

制作人按：为了大家能更全面学习到付总在投资上更为系统的逻辑，今后每一次更新都会整理一份相关内容的时间轴供大家参考

【091】圣彼得堡会议的收获：沙特带头减减减！全球执行供应端收紧（2017-07-25）：圣彼得堡的会议实际上已经达成共识：沙特的减产减量，尼日利亚和利比亚的冻产.....

【085】原油远期curve比绝对价格更真实，三张图揭秘油价逻辑（2017-07-12）：市场预期会反映在月差结构上，库存变动的预期会反映在原油的远期曲线上

【058】沙特、美国、中国似乎都妥协了——新石油-美元循环体系已成型（2017-05-25）：沙特如何实现从石油输出到资本输出的经济结构转型？美国如何修复自身经常项目逆差与财政预算赤字，中国在其中又扮演着一个怎样的角色？

【055】沙特蛮用石油工具，曾让这一国家货币瞬间贬值120%（2017-5-23）：去年年底埃及镑出现过一个大跌，突然间大概贬掉了121%，而背后依然是政治因素——沙特用石油工具抓住了埃及的命脉。

【054】49%是商品，51%是政治：读懂石油-美元清算体系背后的逻辑（2017-05-22）：一场秘密会议引出的思考：美国正在重建石油-美元的循环体系，还是要沙特和OPEC牢牢绑定在美元清算体系下，不让别人分到这样一个蛋糕。

【019】闲聊原油份额背后分配的博弈（2017-03-14）：OPEC、非OPEC和页岩油之间蛋糕的分配博弈，关注5月份对减产协议做进一步的讨论

-end-