

3.4 商品的“供需”与时间价值【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-07-01 16:00



添加大师课助教微信<jwzhujiiao8>

加入课程训练营，一起搭建大类资产投资框架

3.4 商品的“供需”与时间价值

视频时长13分52秒，请在wifi环境下收看

本期提要

- 金融衍生产品对于商品时间价值的补偿和应用

本期内容

大家在大学里应该都学过供应曲线决定价格，但它是一个反馈机制，这里我想补充几点。

第一，很多人认为价格只是结果，比如供应收缩了我就应该做多，没错，2000块钱供应收缩的时候做多是对的，4000块钱供应收缩还要去做多就要问问自己了。有人会问为什么呢？它不是简单的 $1+1=2$ ，而是一个循环机制。价格既是结果，同时也是新的远期供应变动的原因，这个时候就会作用出远期曲线。

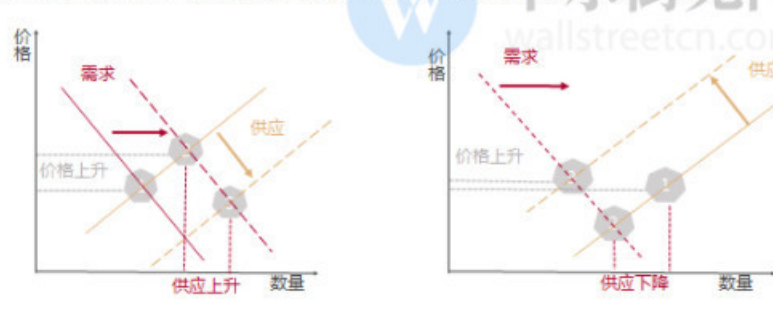
其实准确的说，我们在研究商品时要看两条供需曲线，一条是近月供需曲线，一条是远月供需曲线，这两条曲线之间的差异就形成了近远月的差值。

为什么说价格既是原因也是结果？很简单，当期4000块钱的价格，1000多块钱的利润，还会导致远端的供应继续收缩吗？这个时候为什么会出现高位backwardation（期货贴水），也就是近月价格大家可以挤仓，远月价格大家就是不抬？很简单，价格在2000块钱的时候大家就不会去压远月价格了，还往哪压？这个时候其实高位backwardation的出现就隐含了远端供给已经随着价格的变动和利润的产生发生了变化了。

商品的本质自然是“供需”

但要注意区分，需求的属性，供给的弹性，非产业因素带来的两个属性的变化

供应和需求：绝对价格\P\下去看供应和需求；
绝对价格\P\越低越容易发生供应的变化；
绝对价格\P\越高需要需求的支撑；
绝对价格\P\越高对于供应减少不再敏感，而对于供应的增加开始越来越敏感；



我经常说不要把这两条曲线画在一张图上，准确的说应该加上时间，两张图分别反映近远月的变动。价格的变动同样也能反映远期供应和需求的变动，这就是为什么说价格既是因，价格也是果。

绝对价格的变动可以诱发远端供应和需求的变动，远端供应和需求随着时间的变化就会变成近端供应和需求。很多人做商品时不考虑时间，这是最大的一个毛病。能不考虑时间吗？近月合约和远月合约能是一回事吗？随着时间的变动，远月合约会变成近月合约，这中间的时间价值怎么去核算？这实际上就是为什么刚进入商品领域的人需要老师去带，需要老师给他点明这一点，其他的我觉得还好。

下面这张图就是把时间加进去了，可以用于大部分商品的研究。我在这张图中标明了库存、成本、成本之下，大家记住一点，成本不是博弈的边际值，成本以下才是边际值。很多人做商品的时候特别喜欢说价格跌到成本了就可以做多了，没错，到成本了至少你应该明白再去做空是有较大的风险的，但是不等于马上就要去做多，这是第一。

金融衍生产品对于商品时间价值的补偿和应用

绝对\P\很低的深度contango结构不大举做空，绝对\P\很高的深度back结构不大举做多



第二，时间价值在这中间是怎么变动的？也就是说为什么往往在价格打得很低的时候形成super contango（期货深度升水），而在价格很高的时候形成super backwardation（期货深度贴水），也就是近月价格很高，远月价格很低。

这其实不光是说大家一看到backwardation心里想的就是近月有人挤仓，但是很少有人会想到近月过高的价格也会诱发远期供给的增加，这样一来远端自然就有人压价了，所以是两个动作形成了backwardation和contango。比如说近月价格跌到成本的时候，如果曲线不扁平，就是整体往下推，大家就知道远端的需求也很差。

如果出现恐慌或者各种宏观因素，导致近月价格突然往下扎得很深，比如说那段时间原油的价格从50美元跌破40美元，所有人都恐慌了，我记得还有人喊出10美元，这简直就是随大势了，没有经过思考，但我们会发现那时的远端价格没有跌。

其实就是这张图反映的，当价格因为各种恐慌的因素跌穿成本，比如说2018年的铜，就是因为恐慌性的因素在往下跌，这个时候远月的价格为什么不会跌？很简单，这个价格下一定会引发供给收缩，谁会去远月空呢？大家会发现深度contango出现以后，它产生的反馈就是你愿意卖我就愿意买，我为什么要买呢？我才不要冒着风险去买，有人说买就一定要赌明年大涨，不，你卖得那么便宜，同时资金成本在不断下降，也就是说你现在卖给我的东西，我在当期卖一个远月价格，锁定了以后我是不是就没有风险？扣掉资金成本、融资成本，相当于我帮你代持一部分货物还能赚钱，我当然愿意进场做多，接你的货了，因为你已经恐慌到错误的把超额部分的时间收益给了我。

大家想想为什么2008年一批老期货人要么退休，要么转行做实体？很简单，2008年恐慌之后近月价格打得很低，远期价格很高，这个时候可以干的事情非常简单，以近月价格拿现货，然后远月抛掉。所以说大家会发现可以套息交易的时候其实很多做商品的人是做多的。在我印象中2008年铜价在3000—5000美元这段时间，很多做铜的人是在买货的，但是他们并不冒风险，大家明白吗？这在原油领域是完全通用的，越大的商品这一类结构越通用。

当然了，有人说是不是供应削减以后这个结构马上就会变回来？不一定。它可以从供给收缩改回到供给均衡价。

举个例子，油价可以从30美元回到45美元，然后在那横着，但是保持着一个contango结构让你支付时间成本，直到你愿意改变近端供应。改变近端供应过剩只有两种情况，要么需求增加把近端拖过去，要么近端供应也收缩。随着时间的推移，收缩的远端供应慢慢的移到近端了，变成了近端供应。

很多人并不明白为什么行情会震荡以后再往上走？有人说震荡以后是调整、洗筹、吸收筹码，别逗了，最简单的解释就是随着时间的推移，远期供应和需求的结构变成近期供应的需求和结构，这就是时间换空间。

有没有可能在这一直耗着？当然可以。如果什么都不发生变化，总需求曲线不推，在这个边际值上又不足以导致足够量的供给收缩，我就可以在这一直耗着。但是所有的游戏都是零和博弈，简单讲，所有的商品加上现货，原则上讲都是零和博弈，期货如果是简单的看对手盘，更是零和博弈。

做商品唯一的成功路径就是让用货的人埋单，否则投机者在里头就是换手，所以大家会发现所有囤积居奇、玩商品霸盘的人，最后希望的其实并不是让投机人埋单，而是让用货的人埋单。也就是简单讲，一旦我的铜铝铅锌涨价了，我一定是逼着下游用货的人把它买走，平摊到均衡成本之间，我们的收益就是这么来的。如果一直这样横着，我们怎么获得财富收益？答案实际上就是时间成本。

大家仔细看看很多商品很有意思，它也不往供应削减曲线跌，为什么呢？没有人傻到在近月疯狂的抛。尤其是当有些商品的金融属性不再足够强了，如果哪一天宏观环境突然间恶化，有可能近月会被砸得很低，现在的情况是有些商品就是待在平衡结点上，金融属性也不足够强，所有从事这个行业的人都知道这个价格在往下砸，跌穿成本以后有可能造成供给削减。

所以没有人会疯狂的、莫名其妙的在近月抛，这就导致近月价格一直维持在某个价格上。但是货物需求又吃不掉，于是造成一个结构，然后你不断移仓。说到这里，我想大家基本上都猜出来这个品种是什么了，就是这几年的橡胶。

当然了橡胶真正的大机会，我觉得最好是让橡胶的金融属性再增强点，就是投机盘再多点，然后突然间出现一个宏观大事件，突然间让大家恐慌，就会有人把近月砸下去。这个时候做法就来了，买近月抛远月，均衡过来以后看看有没有人持货，没有人持货就抛掉，然后继续转化成移仓。没有这样的机会，所有人在里面只能赚移仓的时间成本。只要不是能够改变需求曲线的真正的需求方进来，投机者进来都没用，因为你还要移仓换手。

把这张图翻过来就是什么？夸张的利润对应的是成本，供应的增加对应的就是供应削减，contango变成backwardation，这时就要去寻找那个高点。

有人说维持了backwardation之后的商品价格还可以继续涨很高，没错，但是交易者的冷静就体现在这，一定是手里宁可拿着多单，但是一旦出现这种情况，他琢磨的是逐渐平多。很多交易者想的不是做多就是做空，怎么把平多给忘了呢？怎么把平空给忘了呢？大家去看国际市场上CFTC（美国商品期货委员会）的持仓就能看出来，这个资金并不是说做多了以后反手就去做空，我们经常会发现投机性持仓是先平多再开空，或者先平空再开多，它中间有一个平仓过程。

所以一旦价格过了这个边际值，虽然近月价格在盯，但是远月价格不跟，形成了高位的backwardation，第一件事情应该考虑的就是平多，随着时间的推移逐渐的往外平多单。倒过来也一样，当发生这样的情况，我的正确做法就是每一次你给我打一个深度contango我就平仓。

这就是考虑到时间我们应该怎么去做，它形成了做商品大类资产的时候最经典的话——绝对高位的backwardation不多，绝对低位的contango不空。当然，切记这里的高低是指能够改变供应和需求的价格所处的位置。

以上就是课程的所有内容，非常感谢大家，谢谢。

- E N D -

戳此学习付鹏的<大类资产框架手册>

30节课搭建你的大类资产投资框架

↑