

3.10 原油供应端的囚徒困境（2）【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-07-09 10:00



添加大师课助教微信<jwzhujiao8>

加入课程训练营，一起搭建大类资产投研框架

3.10 原油供应端的囚徒困境（2）

视频时长13分14秒，请在wifi环境下收看

本期提要

- 能源的核心“阈值”和远期曲线

本期内容

之前已经讲过了，对于原油，我们更多需要关注的其实是供应端的变化。早些年供应端就是OPEC的价格联盟，现在是OPEC、美国和俄罗斯三国争霸。未来的5—10年，重心和定价权应该会转移到美国，不管是因为美国的能源革命，还是将来全球原油输出的贸易通道。

所以说，这是一个宏观的，其实也不叫宏观，准确的说这是一个头的问题，我们把它落到脚，也就是我之前说的，要关注这些事件对于供应和需求的影响，同时还要观察结果，也就是远期结构。

这里要说一个问题，就是很多投资者经常犯这样的错误，今天看新闻说沙特准备增产了，马上就去看空。这是要尽量避免的，无论是自己做还是做交易员，自己做还好一点，可以通过拉长周期的方式，或者叫降低频率的方式，去化解这种疼痛，但是如果还在交易一线的话，这种交易行为应该是避免的。

任何新闻事件影响的都是对于远端变动的预期，并不会马上就影响到近月期。比如说2008年金融危机的时候，在石油价格从七八十美元升到120美元的这个过程中，其实出现了挤仓。虽然OPEC增加了供给，但是原则上讲，那个时候的comerrisk（挤仓风险）是很高的，就是backwardation（现货溢价）是很高的。

当时激进的投资者是满仓做多，而另外一部分防风险的投资者在看到供应发现变化、看到高倍的backwardation以后，其实是一路平多单下来的。之后我们还会聊，这完全取决于资金属性，以及交易的思维和逻辑，没有所谓的对和错。

当然了，这几年OPEC，其实包括沙特的态度，将直接决定油价的变动。但是我之前在见识社区给大家讲过，沙特的第一轮测试是失败的，就是用增产的方式去跟页岩油抗衡，希望用极低的油价打掉页岩油的供应，这一点已经被证明是失败的。那么之后，油价在2016年恢复过来，除了和正常的需求增长有关系以外，很大程度上是因为OPEC让出了市场份额，沙特一冻产，油价自然就恢复过来了。

然后在backwardation往上推的过程中，沙特又蠢蠢欲动。后来沙特迫于特朗普的压力，从2018年6月开始调整油价，虽然大家看到油价到2018年11月才开跌，但是供应端的博弈从6月就已经开始了。受到美国对伊朗的态度、对沙特的态度，以及卡舒吉事件的影响，其实在沙特表达释放意义的时候，高位的backwardation就已经出现了，这个过程其实应该也是平多的过程。沙特的减产导致2018年年底的油价在45美元停住，并反弹。

最近一个月，我认为油价也会走向临界值。很简单，伊朗的问题其实是由美国来定的，不是由伊朗来定的，这跟2018年的经验是一样的。特朗普的态度、沙特的态度、俄罗斯的态度、增产的可能性、高位的backwardation，该出现的东西几乎都出现了。所以说，对于大家来讲，对于这一个月的油价应该是逢高平多。

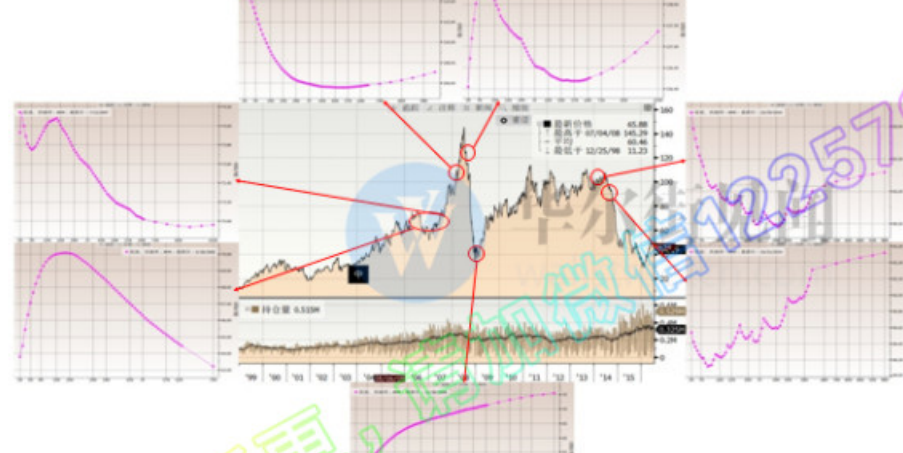
有人会问说看到多少？对不起，这个问题没法回答。交易有输赢，但是不要去做预测，说我非得预测说它就妥妥的踩在56美元这个支撑位上，没有任何的意义。你又不是神仙，能掐指一算，而且就算你运气好，算得很准，你就很厉害了吗？没有意义。

我们都是依照逻辑和关键变量的出现做出交易决策，如果交易决策不对，那么请问你的风险控制是什么，你的风险控制有没有考虑到所有可能发生的情况，以及什么时候进行平仓或者开仓？我的建议是，不要依据价格决定你的交易，要看逻辑。当逻辑发生了变化了，我管你是70块钱、69块钱，还是68块钱，对于我来讲都是平多。

你要想分得非常细化，就是说要吧交易做得完美，那我只能说年轻的时候你可以24小时不停的盯着盘口，但到了一定年龄以后，交易实际上要简化。所谓的简化就是什么呢？其实这一两块钱对我来讲，我并不在乎，平多就好了，这是一种思维。其实对于原油来讲，它的分析框架和交易会带给你一段趋势性的交易，在历史上是很舒服的，不用太纠结于短期，那个真的交易不来，包括我们在内，都是交易不过来的。

下面这张图我不知道以前有没有过大家放过，它反映了从1999年开始所有油价在关键的节点上发生的远期曲线变动，它其实能够告诉我们很多事情。最下面的小图反映了2008年油价从60美元到40美元以下的supercontango（超级期货溢价）。

能源的核心“阈值”和远期曲线



这个supercontango同样发生在2015年年底，走势其实是一模一样的。大家可以看到，在2007年油价从80美元往上走的时候，这一段近月的superbackwardation（超级现货溢价）不断的往上挤压，坍塌以后，远端还是一个很深的backwardation，这个时候其实远端已经出流动性的问题了。

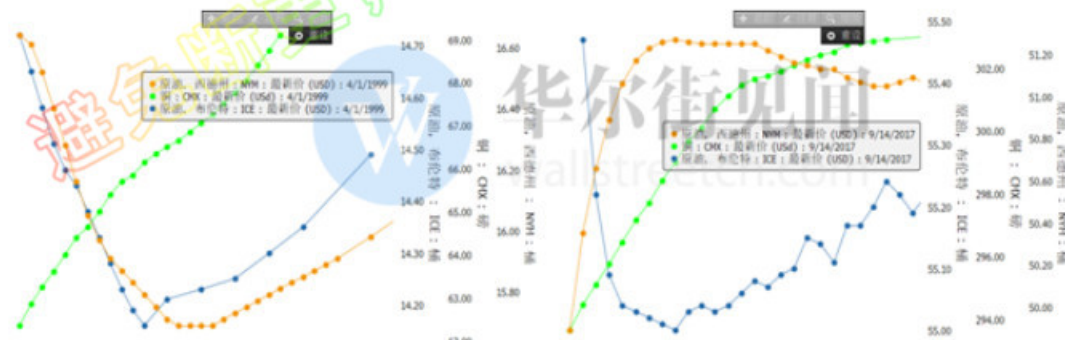
我们还可以看到，在2014年油价逼近100美元的时候，管道出来之前仍然是一个backwardation，但是管道一出来就开始往contango（期货溢价）转。类似于这样的结构的观察，以及我们之前讲的的特点，在原油领域都是非常适用的。

剩下就是阈值的问题，阈值不是说高低点，它是指已经开始影响供给和需求变化的时间点对应的价格。阈值并不是高低点，它可能距离低点、高点都有一段距离，但是它出现以后，大家需要去警醒、警惕，做出对应的策略调整。阈值和远近曲线对于油价非常的关键。

下面这张图反映了1999年很著名的一个商品交易。2018年我们完整执行了这个交易，说是执行，其实就是我自己海外配了一个这样的交易头寸，当时是多油空铜。

1999年最著名的FICC商品类交易油铜比

Contango+Back的多空组合



有人会说付总你去年空铜，但是铜好像没跌，我心里想说的是，我们要的东西不一样。我当时做这个交易的逻辑其实很简单，第一，原油已经转成backwardation了，换句话说多油是没有毛病的，而且2018年沙特冻产之后，backwardation开始回来以后，原油大概能够提供一年期将近7%的移仓收益，就是说多油的话一年能获得正向7%的收益。

铜呢？我不管它的绝对价格怎么样，本来是一个对冲头寸，铜为什么可以配呢？第一，油铜比很低；第二，我发现铜竟然是一个contango的结构，并且每年有3.6%的移仓。我如果不去在意铜价的波动情况，油铜比在这么低的风险下，我去拿这个头寸可以获得差不多11%的年化移仓收益。

什么概念呢？就相当于我持仓一年以后，我的成本是降低11%的，为什么不干？其实这个交易在1999年就是最经典的FICC同类商品中的一个组合交易，就是多backwardation空contango，但是这两个资产之间一定要有关系。

油铜比有它的特殊性，它不是瞎组合的，不是说我看一个contango，看一个backwardation，就往里拉，不是这么回事。油铜比作为宏观来讲，它具有非常大的属性。简单讲铜是需求，油是利率供给，油铜比往上走，就是在告诉你利率变动大于总需求变动，所以很简单，油铜比上升的时候，一定是系统性风险出现的时候。

在宏观上这个交易等于什么？它等于做多VIX（恐慌指数），它等于在做空澳元对纽元比，它都是在告诉你风险增加的交易。这就是我们在跨资产交易中发现的一些现象，我在2018年做的时候已经跟大家解释得非常清晰了。原则上讲，这就是经验。如果你知道你的前辈们曾经在1999年做过这样的交易，他也给你讲过为什么要这样做，当你看到同样情况的时候你也会这么干。

多油空铜我们在1999年做过一次，2006年也做过一次，大家想想什么是2006年？那个时候铜的绝对价格在高位不涨，但是它已经开始出现contango结构，而油是backwardation，在挤仓。那个时候你会发现，油铜比快速往上一拉，债务就会出问题。油铜比快速上升，对标的基本都是发达经济体的债务，因为利率大于总需求变动，这个时候利率会对负债造成影响，对杠杆造成影响，这就是它的宏观含义。

2018年之后，我说我们主要考虑未来油价的变化。其实之前我已经跟大家讲过了，油价的未来，我觉得就是上下阈值非常明显。上限的阈值，基本上可以以特朗普为标准，只要特朗普出来，OPEC的供给就肯定会发生变化。这样的话，你就会发现高位一定会对应着backwardation，这个时候再去多就不合适了。倒过来，下限阈值就是沙特让出市场份额。所以这一涨一跌中间，沙特的份额就会越来越少，OPEC的市场份额就会越来越少，所以未来原油的定价权一定会发生迁移。

用长期的配置关系去做原油其实挺好，它可以配很多东西。跟商品配置一样，如果你发现是供应问题，你可以配上游；如果是需求问题，你可以配全产业链。ETF也是一个很好的配置，但是大家会发现ETF会有一些偏离，这个主要就是所说的contango和backwardation移仓会带来损耗和收益，所以会导致ETF的表现跟我们看到的期货表现是有不同的。

所以说选择ETF的时候，最好具备两个条件，第一油价是backwardation，第二油价在上涨，满足这两个条件，ETF的表现会有好你的标的，关键还是来自移仓。实际上做ETF的人也很清楚，本来就是一个被动性投资，真正意义上讲，做ETF其实更多的是在做结构，这是我个人的理解。

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研框架

