

这是付鹏《大类资产框架手册》第三章节（大类资产的逻辑——商品市场）的深度总结与逻辑梳理。

如果说前两章构建了宏观世界观和金融资产（FICC）的骨架，那么这一章则是\*\*“商品篇”。付鹏老师颠覆了教科书式“供需决定价格”的单一认知，揭示了金融属性、时间价值以及原油作为全球宏观调节器\*\*的深层逻辑。

以下是详细的逻辑梳理：

## 一、商品认知的重构：不仅仅是供需

付鹏指出，2000年以后的商品牛市，不能仅仅用“中国需求”来解释，必须引入金融视角。

### 1. 商品的三重属性

- 物理属性（供需）：基础属性，但对大类资产配置而言，仅看物理供需是不够的。
- 金融属性（杠杆/套利）：核心驱动力。
  - 监管放松：2002年前后，美国（格林斯潘时期）放松金融监管，允许投行FICC部门介入商品实物和仓储，导致资本改变了传统的供需结构。
  - 融资工具：2009-2012年，铜、大豆等易保存商品成为\*\*跨境套利（Carry Trade）\*\*的载体。逻辑是：境外借低息美元 → 进口商品到中国 → 质押套现人民币 → 投资中国高息资产（理财/地产）。这导致了“隐性库存”大增，价格与实体需求脱钩。
- 时间属性（期限结构）：期货与现货的价差，包含了仓储、资金成本和便利收益。

### 2. 商品的分类逻辑

- 大商品（铜、油）：产业链长，难以被单一资金垄断，适合宏观配置。
- 小商品（钴、锂、姜、蒜）：容易被资金囤积居奇（Corner Risk），类似当年的亨特兄弟炒白银。这类商品更偏向微观博弈，不适合放入宏观大类资产框架。 ↗

## 二、商品之王：原油的宏观逻辑

原油是FICC中的核心，不仅是因为它是通胀之母，更因为它扮演了全球经济调节器的角色。

### 1. 研究方法论：重供给，轻需求

- 需求端（难）：全球总需求（GDP）变动相对平缓，且数据滞后。除非像BP（英国石油）那样养几百个研究员，否则很难精准跟踪需求。 ↗
- 供给端（易）：供给端受地缘政治（OPEC）、技术革命（页岩油）影响，变量清晰可见（管道、冻产协议、战争）。
- 结论：2012年以后，全球总需求增速放缓且稳定，研究重心应完全倾斜至供给端。 ↗

## 2. 全球调节器机制（反馈环）

原油价格的波动会通过通胀和利率传导，引发全球资本流动：

- **高油价循环：**油价大涨 → 通胀上升 → 美联储加息 → 发达国家（消费国）债务承压 → 刺破泡沫（如2008年）。 ↗
- **低油价循环：**油价暴跌 → 通缩预期 → 生产国（如俄罗斯、巴西、甚至2014-2016年的新兴市场）收入锐减 → 无法偿还美元债务 → 汇率崩盘/债务危机。 ↗

## 3. 供给端的囚徒困境：OPEC vs 页岩油

- **旧秩序：**OPEC通过垄断定价。
- **新秩序：**美国页岩油崛起。沙特曾试图通过不减产（打压油价）来逼死页岩油，但失败了，因为页岩油弹性太强。
- **定价权转移：**现在的原油定价权=华盛顿（地缘政治）+休斯敦（页岩油产量/管道）。  
OPEC的影响力在衰退。 ↗

### 三、交易的核心：远期曲线与时间价值

这是区分“宏观交易员”与“普通散户”的关键。不要只看绝对价格，要看结构（Term Structure）。

#### 1. 两种曲线结构

- **Contango (期货升水/现货贴水)：**远月价格 > 近月价格。通常出现在供应过剩时。
  - 交易逻辑：买入现货，卖出远期期货，赚取无风险的时间价值（仓储+利息）。
- **Backwardation (期货贴水/现货溢价)：**近月价格 > 远月价格。通常出现在供应短缺或挤仓时。
  - 交易逻辑：买入近月获取现货溢价。

#### 2. 阈值与交易策略

- **价格是原因也是结果：**极低的价格会导致远端供给收缩，极高的价格会诱发远端供给增加。
- **策略口诀：**
  - **绝对高位的 Backwardation 不做多：**利润太高会刺激供应涌出，且移仓成本极高。  
↗
  - **绝对低位的 Contango 不做空：**价格跌破成本线，供应会自然出清，且做空需要支付昂贵的移仓费（时间价值）。 ↗

#### 四、经典宏观对冲策略：油铜比

这是一个跨资产的宏观对冲策略，用于捕捉系统性风险。

- **逻辑拆解：**

- 铜 (Copper) : 代表全球总需求 (工业制造、基建) 。
- 油 (Oil) : 代表通胀/利率/供给冲击。
- 油铜比上升 (油强铜弱) : 意味着利率/通胀的上升速度 > 经济需求的增长速度。
  - 宏观含义：滞胀风险，或者是利率抬升过快即将刺破债务泡沫。这通常是危机的前兆 (如2008年、2018年) 。 
- **实战操作 (1999年 & 2018年案例) :**
  - 做多原油 (配Backwardation) : 赚取移仓收益 (Roll Yield) 。
  - 做空铜 (配Contango) : 赚取移仓收益。
  - 结果：这是一个正向收益的对冲组合，既赚取了时间价值，又防范了宏观崩盘风险。

#### 五、总结：从微观到宏观的闭环

付鹏的商品框架完成了大类资产拼图的最后一块：

1. **商品不独立：**商品是利率和流动性的载体 (2009-2012年体现得淋漓尽致) 。
2. **油价是核心：**它是连接实体经济 (通胀) 和金融市场 (利率) 的桥梁。
3. **结构即信号：**远期曲线的形态 (Back/Contango) 比绝对价格更能反映真实的供需与资金博弈。

通过这一章，您不仅学到了如何看商品，更重要的是学会了如何利用商品作为工具来辅助股票、债券和汇率的交易决策。