

深度投资分析丛书

期货多空逻辑

Jerry Ma / 著

SHORT AND LONG LOGICS

清华大学出版社

北京

内 容 简 介

市场上关于期货技术分析的图书多如牛毛，而关于期货基本面分析的图书并不多见，即使有相关的基本面图书，绝大部分也是偏于理念而缺乏实战案例和经验，读者即便理解了基本面交易理念，在实战中往往也不知如何下手。而本书从投研框架和交易体系入手，在基础知识、交易理念、交易体系三个方面深入浅出地讲解期货基本面分析之道，可以让你轻松拥有成功的投资人生！

全书分为 15 章，从期货基本面基础开始介绍，然后一步一步建立投资研究框架，最后基于投资研究框架打造了一整套交易系统，并对交易系统不断进行完善和优化，让交易者掌握基本面分析的相关投资研究框架，了解交易系统是如何一步步建立起来的，而不是机械记忆一些交易的套路。通过本书，读者会掌握库存、基差、利润、价差、期限结构等基本面分析的核心要素，也会了解到交易制度以及套利相关内容。本书内容是作者多年期货交易的经验总结，得到了众多交易者，尤其是机构交易者的赞同和认可。

本书的读者对象主要是对期货基本面交易感兴趣的投资者。基本面投资知易行难，通过吸收别人的经验来提高自己的做法，从而使投资事业事半功倍！

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

期货多空逻辑 / Jerry Ma 著. —北京：清华大学出版社，2020.8

(深度投资分析丛书)

ISBN 978-7-302-55611-4

I. ①期… II. ①J… III. ①期货交易—投资分析 IV. ①F830.93

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2020) 第 089340 号

责任编辑：施 猛

封面设计：熊仁丹

版式设计：方加青

责任校对：成凤进

责任印制：

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社 总 机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈：010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：

经 销：全国新华书店

开 本：180mm×250mm 印 张：12.5 字 数：217 千字

版 次：2020 年 8 月第 1 版 印 次：2020 年 8 月第 1 次印刷

定 价：58.00 元

产品编号：084634-01

起初，我只是把自己对期货交易的理解以及一些想法在网络上写出来，没想到反响强烈，然后在大家的激励下，我不断地进行分享，同时也和不同的交易者进行交流和学，进一步加深了对期货的理解以及对交易的认识。

后来，有很多交易者朋友希望我能够把这些内容系统地整理一下，出版成书，以便大家更好地学习和交流，恰好又有出版社联系到我，在这种机缘巧合之下，才有了这本书。

在此之前，我曾经出版过一本期货相关的书《教你炒期货：基于概率思维与逻辑思维的交易系统》，书中的内容是我早期对期货交易的一些理解，并不是很成熟。随着与不同交易者进行交流以及自己交易感悟的进一步加深，我也很想对过去书中未能提到的内容进行完善和补充，同时对于书中的一些错误进行修正，这也是我写这本书的目的。

本书的核心是“现货逻辑+期货规则”的交易理念，书中几乎不涉及任何宏观层面的内容，因为正如霍华德·马克思在《周期》中提到的，极少有人对未来宏观面比其他人知道得更多，下很大功夫预测未来的宏观面，几乎不可能帮助投资人取得优异或出众的业绩。靠宏观面预测战胜市场而闻名的投资人极少。

我基本认同霍华德·马克思的观点，我个人之所以过滤掉宏观因素，主要有几个原因：首先，研究宏观超出我个人目前的能力，同样，我认为大多数人都不具备研究宏观的能力；其次，作为交易来讲，研究宏观的投入产出比非常低，可能你研究半天，结果对你的交易没有任何用处；最后，即使我不去研究宏观，我也有办法将宏观对价格的影响处理掉。

正如查理·芒格所说，宏观是我们必须接受的，微观才是我们可以有所作为的。因此，我一直在思考，如何从微观层面上做好商品的基本面分析。后来慢慢将自己的研究重点聚焦在现货逻辑以及期货规则，同时通过对冲持仓的方式来规避掉宏观风险。

在交易过程中，我思考了赔率和胜率的问题、主观和客观的问题、现实和预期的问题。我认为成功的交易都是因为注重客观，同时利用主观，失败的交易往往是因为忽视客观，而注重主观。

交易中的赔率是客观的，我们可以自己设定，例如顺基差交易可以给我们高赔率，期货升水做空，期货贴水做多，天然具有赔率优势。这个是客观存在的，不存在任何主观成分。

相反，交易中的胜率是主观判断的，无论是利用基本面分析还是技术分析，都是为了提高交易的胜率。但是主观的东西就存在不确定性，存在不确定性就是概率，既然是概率就必定有尾部风险，有可能出现小概率事件。

当下的现实是客观的，未来的预期是主观的。忽略当下客观现实，只是基于主观对未来预期的判断进行交易，结果往往是亏损的。所以在我的基于“现货逻辑+期货规则”的交易方法中，更加注重的是客观的东西，同时充分利用主观的东西。

书中介绍了“基差+库存+利润”的交易系统，顺基差交易可以给我们一个客观的赔率优势，库存和利润两个指标用来辅助我们主观判断胜率，当这两个指标共振时，我们可以进行单边交易；当这两个指标矛盾时，我们可以进行对冲交易。因此有了以下交易策略：

深贴水+低库存+低利润——做多

高升水+高库存+高利润——做空

深贴水+低库存+高利润——正套

高升水+高库存+低利润——反套

书中还介绍了“期限结构+库存/仓单验证”的交易逻辑，顺期限结构给我们一个客观的赔率优势，通过库存和仓单验证来辅助我们判断交易胜率。因此，有了以下交易策略：

back结构+低库存/低仓单——做多(或正套)

contango结构+高库存/高仓单——做空(或反套)

当然，表面上看这都是一些常见的交易套路，但这些套路背后的逻辑很重要，交易者需要深入理解。此外，这些交易套路当中还有很多具体的细节，交易者也需要注意，这些需要理解和注意的内容，书中都会详细介绍。

最后，基于“现货逻辑+期货规则”的交易方式，只是一个格局相对偏小一些的交易理念，因为它完全忽视宏观，只不过采取对冲交易的方式来对冲掉宏观的影响，所以这也就注定了这种交易方式的格局较小。

霍华德·马克思的《周期》给了我很大的启发，现在我也在学习从周期的角度来逐步提升自己的格局。我把当前期货品种分为贵金属、农产品、黑色系、有色板块、能化板块五大类，从周期的角度来讲，贵金属处于右侧中继，农产品处于右侧底部，

能化板块处于左侧底部，有色板块处于左侧震荡，黑色系处于左侧下跌。

当然，更大的格局以及交易方法并不是本书所介绍的内容，本书介绍的是一种极简主义的聚焦的交易方法，同时书中还有本人在交易过程中的一些经验总结，不一定正确，但希望能够给广大交易者朋友提供一些参考或者思考，不足之处，还请广大交易者朋友多多批评指正！

同时，由于篇幅所限，书中内容难以涵盖本人全部的交易思考，在与不同的交易者进行交流和互动过程中，本人也在不断学习和进步，也会有一些新的思考，然而这些新的发现并没有在本书中得到体现，更多关于期货交易的内容，可以关注我的公众号“交易法门”。

另外，本书中所提到的一系列分析方法与工具，读者朋友们都可以在交易法门网站上找到并直接使用，这个网站基于本人交易理念而来，所以本书中你所看到的交易理念、交易方法、各种工具以及相关数据，都可以在交易法门网站上获取，最后祝各位交易者朋友投资顺利！

作者

2020年1月



第1章 基差与升贴水 / 1

- 1.1 基差及其构成 / 2
- 1.2 什么是升贴水 / 4
- 1.3 点价与基差交易 / 4
- 1.4 基差与交易方向 / 5

第2章 期限结构暗示了什么 / 9

- 2.1 什么是期限结构 / 10
- 2.2 期限结构反映了什么 / 10
- 2.3 期限结构与商品价格的关系 / 14
- 2.4 利润同样具有期限结构 / 15
- 2.5 期限结构与价格涨跌的进一步解读 / 16

第3章 如何理解商品的周期 / 19

- 3.1 工业品的库存周期 / 20
- 3.2 农产品的蛛网周期 / 22
- 3.3 生长特性导致的供应周期 / 25
- 3.4 天气因素导致的行情周期 / 26

第4章 产业链分析主要看什么 / 35

- 4.1 供需平衡分析是基础 / 36
- 4.2 库存与利润在产业链中的分布 / 40
- 4.3 上中下游侧重点是什么 / 43
- 4.4 工业品与农产品的分析重点 / 45

第5章 期货交易中的正确思维 / 47

- 5.1 期货交易的核心是概率思维 / 48
- 5.2 让自己的交易处于平衡状态 / 50
- 5.3 事前风控的理念与操作方法 / 54
- 5.4 忠于客观，利用主观 / 55

第6章 驱动力与信号验证 / 61

- 6.1 期货分析的三种方法 / 62
- 6.2 驱动力与信号验证的理念 / 65
- 6.3 先存疑后验证的信息解读方式 / 66

第7章 基于“库存+基差+利润”的交易逻辑 / 71

- 7.1 基于基差的交易逻辑 / 72
- 7.2 基于“库存+基差”的交易逻辑 / 74
- 7.3 基于“库存+基差+利润”的交易方法 / 75
- 7.4 “库存+基差+利润”交易逻辑的注意事项 / 77

第8章 对商品期货如何做价值投资 / 81

- 8.1 什么是真正的价值投资 / 82
- 8.2 对主力合约如何做价值投资 / 84
- 8.3 对单个商品如何做价值投资 / 86
- 8.4 如何以定投的方式做商品期货 / 88

第9章 基于“估值+驱动”的交易逻辑 / 93

- 9.1 如何寻找估值指标 / 94
- 9.2 如何构造驱动指标 / 96
- 9.3 如何量化“估值+驱动”交易逻辑 / 97
- 9.4 “估值+驱动”交易逻辑的变形 / 99

第10章 仓单在交易中的重要性 / 107

- 10.1 注册仓单与有效预报 / 108
- 10.2 仓单与期货升贴水的关系 / 109
- 10.3 注册仓单与库存的关系 / 111
- 10.4 仓单强制注销的意义 / 112

第11章 基于“仓单+基差”的交易逻辑 / 115

- 11.1 什么是虚实盘比 / 116
- 11.2 基于“仓单+基差”的交易方法 / 118
- 11.3 基于“期限结构+仓单验证”的跨期交易 / 120

11.4 期货交易中的两个安全边际 / 122

第12章 关于交割制度应该注意哪些事 / 127

12.1 仓单有效期的的重要性 / 128

12.2 标准品与替代品的升贴水情况 / 131

12.3 基准交割仓库所在地 / 133

第13章 跨期套利的核心逻辑 / 137

13.1 如何理解正套与反套 / 138

13.2 跨期套利常见的四种逻辑 / 140

13.3 基于“库存+基差+利润”的跨期策略 / 143

13.4 跨期套利如何看着基差来做月差 / 145

13.5 期限结构与库存仓单验证的跨期策略 / 150

13.6 基于预期逻辑的跨期套利 / 151

第14章 跨品种套利的交易思路 / 155

14.1 基于产业利润的套利逻辑 / 156

14.2 基于伴生关系的套利逻辑 / 159

14.3 基于替代关系的套利逻辑 / 163

14.4 基于宏观对冲的套利逻辑 / 166

14.5 基于期限结构的套利逻辑 / 169

第15章 行情反转的重要信号 / 173

15.1 行情反转的三个重要信号 / 174

15.2 根据主力持仓判断行情反转 / 177

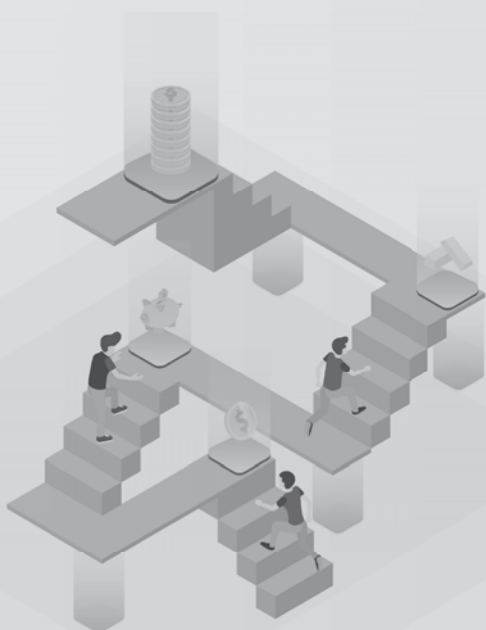
15.3 根据盘面供求关系判断反转 / 182

参考文献 / 185

附录 合约代码 / 187

致谢 / 190

第4章 产业链分析主要看什么



4.1 供需平衡分析是基础

我们都知道供求决定价格，价格影响供求。所以想要了解未来价格变化的方向，首先要搞懂商品的供求情况，而供需平衡表则是分析供需平衡必不可少的工具。供需平衡表主要有三大部分：总供应量、总需求量、期末库存，从计算角度来讲， $\text{总供应量} - \text{总需求量} = \text{期末库存}$ ，期末库存越高，说明供应过剩越严重，期末库存越小，说明供不应求越严重。

总供应量又可以细分为期初库存、当年产量、进口量几个部分，用公式可以表示为： $\text{期初库存} + \text{当年产量} + \text{进口量} = \text{总供应量}$ ，其中期初库存就等于上一年末或者月末的期末库存，取决于我们做的是年度供需平衡表还是月度供需平衡表。总需求量又可以细分为消费量和出口量两部分，用公式表示为： $\text{消费量} + \text{出口量} = \text{总需求量}$ 。年度供需平衡表如表4-1所示。

表4-1 年度供需平衡表

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
期初库存				
当年产量				
进口量				
总供应量				
消费量				
出口量				
期末库存				
库存消费比				

我们一般用期末库存的高低来反映供求平衡的状态，但单纯看一个期末库存的高低有时候可能会引起误导，例如，当我们发现某个商品的期末库存较高时，

并不一定说明供求过剩很严重，也有可能是这个商品每年的消耗量巨大，期末库存相对于年度需求量来说非常小。

所以为了更好地评价商品的供需情况，往往采用库存消费比来衡量供求之间的关系，库存消费比越高，说明供求过剩越严重，库存消费比越低，说明供不应求的情况越严重。库存消费比的计算方式是：期末库存除以上一年度或者月度的总需求量。

在构建商品的供需平衡表时，一般会同时构建两个供需平衡表，一个是年度的供需平衡表，来判断一下某个商品全年的供需平衡情况，是供求宽松，还是供求偏紧；另一个是月度的供需平衡表，主要用于判断商品供需平衡的节奏变化，如图4-1所示。

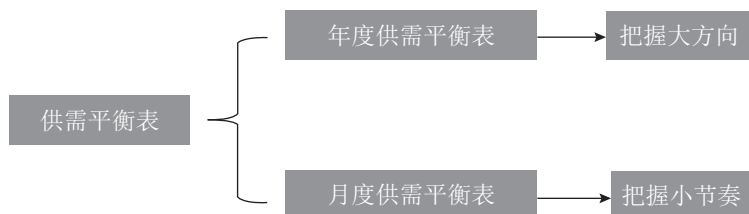


图4-1 年度供需平衡表与月度供需平衡表的作用

月度供需平衡表的主要作用是从月度总产能、检修计划、开工率等角度来计算一个合理的当月产量，再结合历史上的当月进口情况，预估一下本月的进口情况，再将上月的月末库存作为本月的期初库存，从而得到本月的总供应量。与此同时还要统计下游本月的消费量，主要根据下游的月度总产能、检修计划、开工率来计算一个合理的当月消费量，再根据历史上当月的出口情况，预估一个本月的出口情况，从而得到本月的总需求量。

有了总供给量和总需求量，我们就可以计算出月末的库存，以及当月的库存消费比，从而构建一个月度的供需平衡表。有了月度供需平衡表，我们就可以掌握商品更短周期的价格波动。但问题是，由于我们这里用到了预估，所以需要分情况讨论，乐观情况、中性情况、悲观情况，做出三种不同情况下的供需平衡表，然后对供需平衡表进行进一步修正，如图4-2所示。

所以，我们所做的月度供需平衡表并不是完全准确的，它只是给我们的交易提供了一个简单的参考，我们还需要根据后期真实的数据对供需平衡表中的数据进行修正，在修正后的数据基础之上，再对未来的供需平衡进行新的预估。

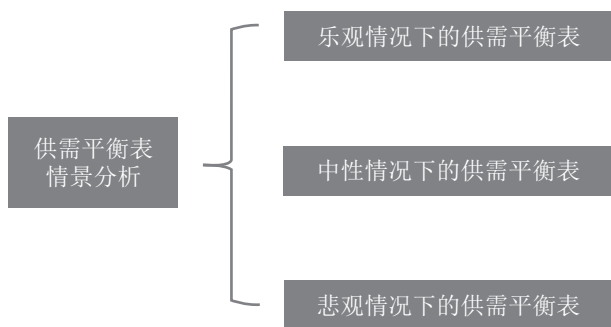


图4-2 供需平衡表的情景分析

供需平衡表看似简单，但是真正做起来并不容易，对于散户交易者来说，几乎是不可能完成供需平衡表的，一般情况下只有机构交易者或者分析师才有足够的数据以及方法来构建商品的供需平衡表。对于大多数散户来说，在无法构建供需平衡表的情况下，利用库存这个指标来进行简单的判断也是可以的，这是一种退而求其次的判断方法。

如果交易者对如何建立商品的供需平衡表比较感兴趣，那么可以参考我写的一个简单介绍：

首先，商品的供需平衡表思路很简单，但实际上操作比较复杂，最终呈现的结果很简单，但你要把这个表中数据完全填好了，需要做大量的工作，所以操作上并不简单，而是相当复杂。

其次，从供需平衡表的项目来说，总供给包括当期产量、进口量，总需求包括消费量、出口量，总供给减去总需求，就是当期的供需缺口。然后我们再看库存，库存分为两种，一种是上一年度或者月度的结转库存，叫作期初库存，期初库存加上当期的供需缺口，得到的就是期末库存，本期的期末库存又是下一期的期初库存。然后，我们一般都会计算一下库存消费比，用一个指标来看一下供应过剩或紧缺的程度。

接下来，我们需要对供需平衡表里的每一项数据进行搜集、整理和处理。期初库存是比较容易获得的，一般都有第三方数据库给你统计好了，可以直接录入。

然后，你需要去预估逐月的产量，分工业品和农产品，工业品每个月的产量等于当月产能乘以当月开工率，它的产量可能比较连续，但问题是，你要统计全口径的装置，还要统计各个装置的运行情况，以及检修情况，每检修一天都会造成产量的减少，还有预期产能投放，可能到了某个月之后，整个行业的产能会发生变化。产量预测表如表4-2所示。

表4-2 产量预测表

项目	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
初始产能												
新增产能												
总产能												
开工率情况												
理论产量												
检修产地												
检修天数												
损失产量												
预期产量												

从计算角度来说，你要知道每个月的总产能、开工率情况，从而计算出总的产量，然后看一下当月装置检修情况以及检修天数，从而计算损失的产量，总产量减去损失产量得到当月的预期产量。这里面还有个问题是你对开工率的预测，利润的不同，库存的不同，都会影响开工率，你想准确预测还是很难的。

上面是工业品的计算方法，对于农产品来说，通过种植面积、单产来预测产量，种植面积需要不断调整，比如USDA报告就经常对美国大豆种植面积进行调整。单产的影响因素就更多了，温度、水分、种植进度、灾害等，仅仅产量一个因素就能把你折腾半天。

接下来是进口量。进口量比较简单，直接查海关数据就可以了，基本比较稳定，当然你也可以通过跟踪买船的情况，来预测进口量，然后用海关数据进行修正。出口量也是如此，它的变化相对稳定。我们预测了产量、进口量，那么总供给就得到了。

然后我们再看消费量。有的品种下游消费十分分散，如果挨个统计费时费力，下游比较集中的品种可能还好统计一些。你还要搞清楚不同下游产品和这个上游原料之间的生产配比关系，需求端比供应端更难统计。有一个简单的方法，可以找几个下游典型的产品，然后根据他们对原料的需求占比来预估整个需求量。

举个简单的例子，下游有A、B两个主要产品，A占了这个原料需求的70%，B占了这个原料需求的20%，生产1单位A需要3单位原料，生产1单位B需要2单位原料，我们知道了A的产量为 m ，B的产量为 n ，那么生产A消耗原料就是 $3m$ ，生产B消耗原料就是 $2n$ ，那么 $3m+2n$ 占了整个原料需求的90%，我们可以倒推出当月原料

的需求量。

那么问题来了，想要知道当月A、B的产量，就又回到了产量预测上来，产能、开工率、预期产能投放、装置检修计划等，又是一个浩大的工程。当我们得到了需求量和出口量之后，总需求总算是搞定啦。

这样一来，整个供需平衡表的数据基本上都能够填满了，最后一个库存消费比，就是用当期总需求除以期末库存。库存消费比越低说明供求越紧张，库存消费比越高，说明供求越宽松。库存消费比变化与行情涨跌的关系如图4-3所示。

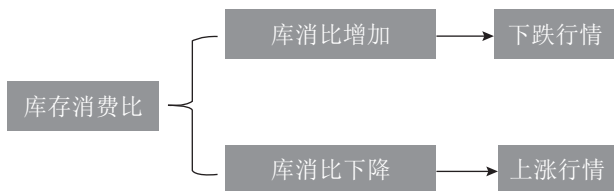


图4-3 库存消费比变化与行情涨跌的关系

需要注意的是，我们得到的这个供需平衡表并不准确，我们要在每个月实际数据出来之后，对我们预估的供需平衡表进行修正。在修正之后的基础上，重新对供需平衡表进行预估。

另外，关于开工率的问题，可能受到库存、利润的影响而发生变化，在进行分析的时候，我们一般采用情景分析法，分为三种情况，乐观情况下的开工率、中性情况下的开工率、悲观情况下的开工率，不同开工率下对应不同的产量，从而得到三个不同的供需平衡表。

当然，这里面还有其他一些细节问题，我不多说了。做供需平衡表不是一个简单的事情，比较烦琐，需要有足够的数据和耐心，还得有一定的方法，而且，它未必有效。相比较而言，我个人认为库存+基差+利润的交易逻辑才是真正简单有效的。

4.2 库存与利润在产业链中的分布

利润是任何一个行业的生命线，某个环节处于高利润阶段往往会导致该环节加大供应，短期在高利润的驱使下会导致开工率的上升，长期在高利润的驱使下可能导致产能投放，随着短期开工率的提高以及长期产能的投放，供应端的压力会越来越大，从利润传导到开工率和预期产能投放，从而改变产量，供应端开始

发生边际变化，这是第一个效应。

另外，由于该环节处于高利润状态，高利润往往对应着产品的高价格，而高价格会抑制需求，随着利润的上涨，商品价格不断走高，对需求的抑制作用就会越来越强，从而导致需求开始变差，需求端开始发生边际变化，这是第二个效应。

当整个产业链某个环节发生利润变化时，会驱动供需两端发生变化，从而使产业链的结构发生相应的转变，产业结构发生转变之后，价格就会寻求新的均衡。因此，对整个行业进行分析，我认为最重要的就是去分析产业利润在产业链上下游的传导，以及在此过程中开工率、预期产能投放的变化。相关传导过程如图4-4所示。

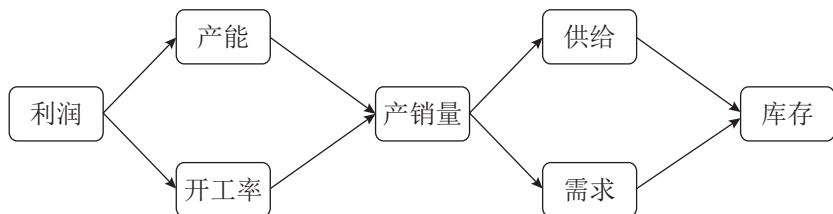


图4-4 产业利润是行业分析的一个核心

可见，利润是任何一个行业的生命线，行业研究以利润传导为核心，根据利润在产业链中的传导跟踪产能与开工率的变化，进而推算产业结构供需平衡的变化，同时将各环节的库存作为监控指标。

除了利润之外，还有一个我们需要格外关注的指标是库存。我们都知道，供求决定价格，而供求相互作用的结果体现在库存数据上。正常情况下，高利润会驱动企业扩大生产，短期提高开工率，长期增加产能投放，从而增加产量，与此同时，需求端在上游高利润的影响下受到影响，需求不断下降，所以理论上库存会不断累积。

当上游企业在高利润的驱使下，把手中的资金转化为更加值钱的库存时，由于库存无法快速出售回笼资金，慢慢就会遭遇现金流的压力，就会迫使企业不得不去库存，降低价格，薄利多销，把手中的库存快速转化为资金。所以哪个环节库存较高，哪个环节就会面临较大的现金流压力，就会面临主动去库的问题，把库存转化为资金，如图4-5所示。

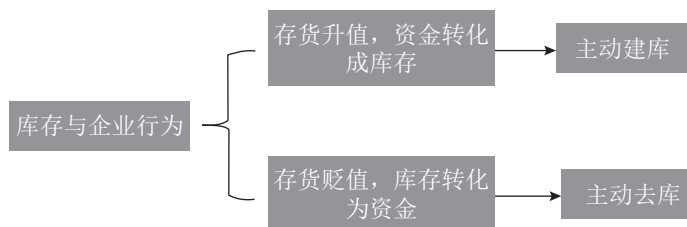


图4-5 库存价值与企业行为之间的关系

如果上游企业存在高库存的压力，那么上游可能会主动降价，高利润会逐步收窄，价格逐步下降；如果下游企业成品存在高库存的压力，那么下游企业对上游原材料的需求就会降低，久而久之，上游被迫也会慢慢降低原料的价格。相反，如果下游企业成品库存较低，那么未来就会存在补库预期，这个时候上游企业基本上不太可能选择降价，一般情况下会提价。

所以，对整个产业进行分析时，首先要观察产业利润在整个产业链之间的传导，当下利润主要位于产业链的哪个环节；其次，高利润会驱使开工率和预期产能投放发生相应的变化，我们需要跟踪开工率以及预期产能投放进度情况。

最后，供需相互作用的结果体现在库存上，我们最终还需要监控产业链各个环节的库存情况，从而把握整个产业链当下的格局以及主要矛盾在哪里，所以利润和库存是两个终极指标，开工率以及产能变化是需要跟踪的中间指标。

另外，关于库存，需要注意的是产业链不同环节库存的变化，例如，当下游需求较差的时候，社会库存不断下降，而厂库库存却在不断累积，由于社会库存下降超过厂库的增加，因此总库存也是下降的。

在这种情况下，我们不能因为看到总库存下降，就盲目认为需求不错，而是需要结合产业链上下游的库存变化去判断需求情况以及上下游的心态。在这种情况下，往往说明市场需求并不好，或者预期市场需求较差，所以贸易商采取主动去库的策略，社会库存不断下降。

与此同时，由于生产有利润，所以上游生产商依然在不断生产，可以选择在期货盘面卖出套保，锁定利润，因此生产商产量不断增加，下游去库采购延缓，所以厂库库存不断增加，在这种情况下，价格往往容易承压下跌，如图4-6所示。

因此，我们无论是研究库存还是研究利润，不能只看单一环节的情况，而是需要结合产业链上下游一起进行判断，因为产业链各个环节并不是孤立的，而是会相互传导的，我们需要找到产业的问题在哪个环节，未来这个环节的出路在哪里，这是产业链分析的重中之重。

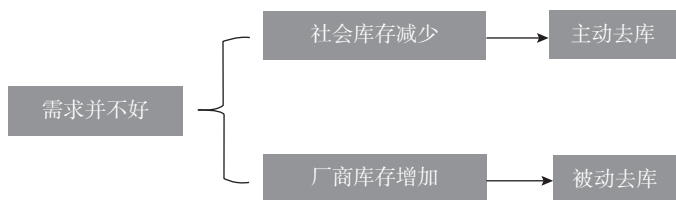


图4-6 根据产业链上下游库存变化的不同来判断需求

4.3 上中下游侧重点是什么

对于任何一个品种，我们不能孤立地只看产业链的本环节，也需要关注产业链的上中下游环节，从而把握产业的整体情况。上游主要负责生产和供应，下游主要负责消费和需求，中游起到了承上启下的作用。

正常情况下，对于产业链的任何一个环节，我们都需要了解其库存、基差、利润、产能、开工率等情况，这是基本面要素，如图4-7所示。

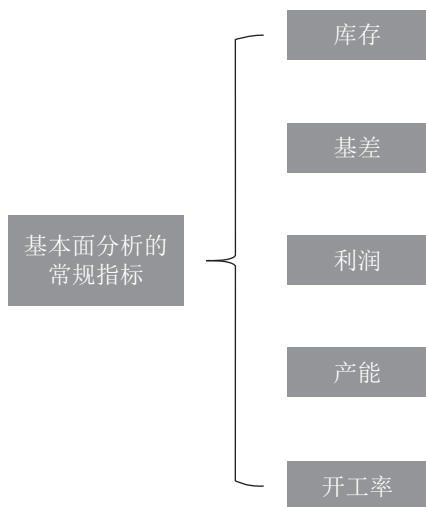


图4-7 基本面分析需要跟踪的基本指标

假设我们交易的期货品种处于中游，上游有生产商，下游有需求商，这个时候对于产业链本环节，我们需要关注库存、基差、利润、产能、开工率这几个重要指标。

对于上游的生产商，我们需要注意产业的集中度情况。集中度不同，产业定价的逻辑也不相同，完全竞争定价、寡头定价以及垄断定价都是不同的，所以对于上游生产商，我们需要了解其集中度情况，然后判断上游是完全竞争市场、寡

头市场还是垄断市场。

对于完全竞争市场，高利润是不合理的，往往也是不可持续的；对于寡头市场，高利润也是相对不合理的，因为寡头具有不稳定性的特征，所以高利润的持续时间可能会长一些，但最终还是会回归正常利润；对于垄断市场来说，高利润就是合理的，而且持续时间非常长。

另外，上游主要是生产商，除了关注集中度情况之外，我们还需要关注产能、开工率和库存情况(见图4-8)，这三个指标是相对重要的，产能和开工率决定新增产量，而库存是历史存量，综合起来就是上游的总供应。

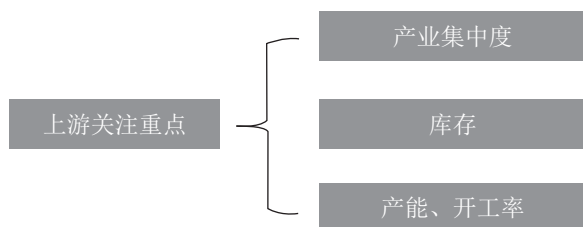


图4-8 对上游企业需要关注的重点

对于下游的需求商来说，我们需要关注企业的现金流情况，因为下游主要提供需求，现金流情况的好坏往往影响下游需求，从而减少下游对本环节商品的采购数量。此外，除了需要关注下游的现金流情况之外，还需要关注下游的库存情况，如果下游库存较低，就存在补库需求，增加对本环节产品的采购；反之，如果下游库存较高，就会抑制对本环节产品的需求。对下游企业需关注的重点如图4-9所示。

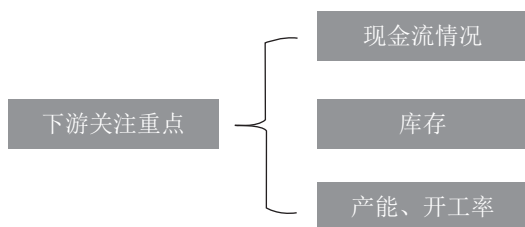


图4-9 对下游企业需要关注的重点

如果想要研究得更加深入的话，可以细分到上下游的各个典型企业，例如下游企业的情况，除了上面提到的现金流情况、库存情况，还可以包括融资能力、相关发展计划等。

因此，总结一下整个产业链上、中、下游需要关注的重点，常规关注的几个点：库存、基差、利润、产能、开工率。上游需要着重关注的点：集中度、产能、开工率、库存，下游需要着重关注的点：现金流、库存、产能、开工率。

4.4 工业品与农产品的分析重点

工业品和农产品相比存在较大的不同，工业品的金融属性更强一些，所以受到宏观经济以及货币政策的影响较大，与此同时，工业品的供应周期相对较短并且能够连续供应，而需求端则受经济环境影响较大，所以对于工业品主要关注宏观经济、货币政策以及下游需求，如图4-10所示。

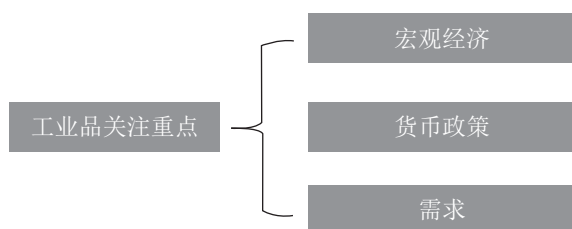


图4-10 对工业品需要关注的重点

与之相反，农产品的金融属性相对较弱一些，对宏观经济以及货币政策并不是很敏感，相反对国家的一些产业政策更加敏感，例如收抛储政策、关税政策等。此外，农产品的需求弹性较小，需求端相对比较稳定，而供应端往往容易受到天气以及自然灾害的影响，从而产生供需缺口，所以对于农产品主要关注产业、关税政策以及供应端的情况，如图4-11所示。

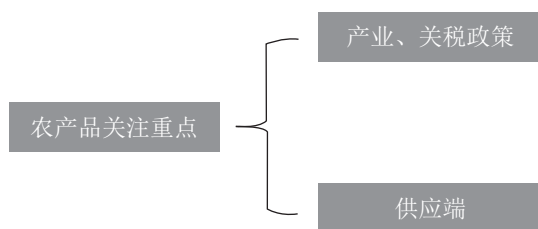


图4-11 对农产品需要关注的重点

因此，在期货领域当中，经常有一些交易者提到“工业品看需求，农产品看供给”这样的交易理念，这其中也是有一定道理的。

另外，需要注意的是，我们在进行基本面分析时，最常使用的一个分析工具就是供需平衡表，供需平衡表当中我们比较关注的一个指标就是库存消费比，因为这个指标最能够反映一个商品的供给和需求的相互作用情况，根据库存消费比可以判断出供给和需求之间的关系。

但是对于一些不太擅长去做供需平衡表的交易者，我们建议退而求其次，选择使用库存来代替库存消费比，严格来说这是不准确的，因为从公式来看，库存

消费比=库存/当期消费，直接使用库存来替代库存消费比显然并不准确。

如果某个品种消费相对稳定，那么我们就可以简单地利用库存来替代消费比，因为在消费稳定的情况下，库存消费比的变化和库存的变化是一致的。所以，对于需求弹性较小或者需求相对稳定的品种来说，我们是退而求其次，直接利用库存来代替库存消费比去判断供需情况的。

根据工业品和农产品的属性，工业品需求弹性较大，供应相对稳定；而农产品供给弹性较大，需求相对稳定。所以，对于大部分工业品单纯看库存的变化不如参考库存消费比准确，因为过去100万吨的库存和现在100万吨的库存没办法比较，可能过去年消费200万吨，而现在年消费400万吨，需求弹性太大，因此，对于工业品单纯看库存来判断供需容易发生判断失误。

相反，农产品需求端基本上稳定一些，每年就消费那么多植物油，这个时候我们可以近似地利用库存来代替库存消费比去判断商品的供需关系。所以农产品比工业品更适合利用库存进行判断。

另外，需要注意的一点是，农产品内部也存在不同，有的农产品需求增速较小，而有的农产品需求增速较大，所以同样是农产品，有的农产品只看库存准确性高一些，而有的农产品只看库存准确性低一些。

以油粕为例，过去几年豆油的需求增速比较稳定，基本上每年增速在2%~3%，而随着人们收入不断提升，居民对动物蛋白的需求不断增加，蛋白需求每年以5%~6%的增速增长。相比之下，油脂的需求比豆粕的需求更加稳定一些，所以单纯看库存指标来判断各自供需的话，油脂比豆粕准确一些。

最后，对于工业品来说，一些细小的指标也需要关注，例如预期产能投放、开工率、检修计划、进口利润等；对于农产品来说，也有一些数据需要跟踪，例如种植意向、种植面积、天气、灾害、收割进度、USDA报告、MPOB(马来西亚棕榈油局)报告等。