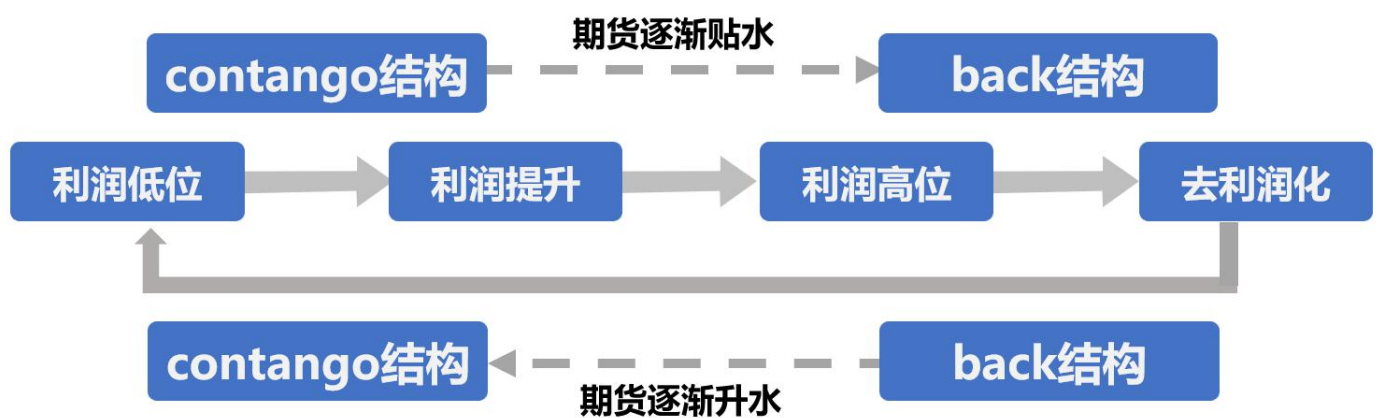


交易逻辑——揭示商品期货的利润周期

主旨导读

商品的产业利润周期是寻找交易底部和顶点非常重要的参考，利润周期在积攒商品价格的势能和释放价格的动能方面具有关键作用。于此同时，市场结构的变化往往也是与利润周期相关。当下的市场，可能处于一个尾部行情之中，一方面是美联储表现的反复，传出可能紧缩的信号，另一方面又是流动性当下的超级宽松的实际环境。能够看出美联储对于经济恢目前没有把握，也不能规划好未来政策。这个时候的交易必然就伴随着波动和风险，如果把握不好不如趁机多学习学习提升自己的认知。接下来的周期，在宏观政策逐渐平稳后，利润周期的研究价值会逐步体现，今天就跟大家聊聊。

利润周期路线图



商品利润周期

商品的利润周期通常分为四个节点，利润低位、利润提升、利润高位、利润去化。这些名词可能各位在阅读各家研报的时候经常都会看到，这个和产业的周期交织在一起，商品本身的基本面也是随着这个利润的周期再改变。

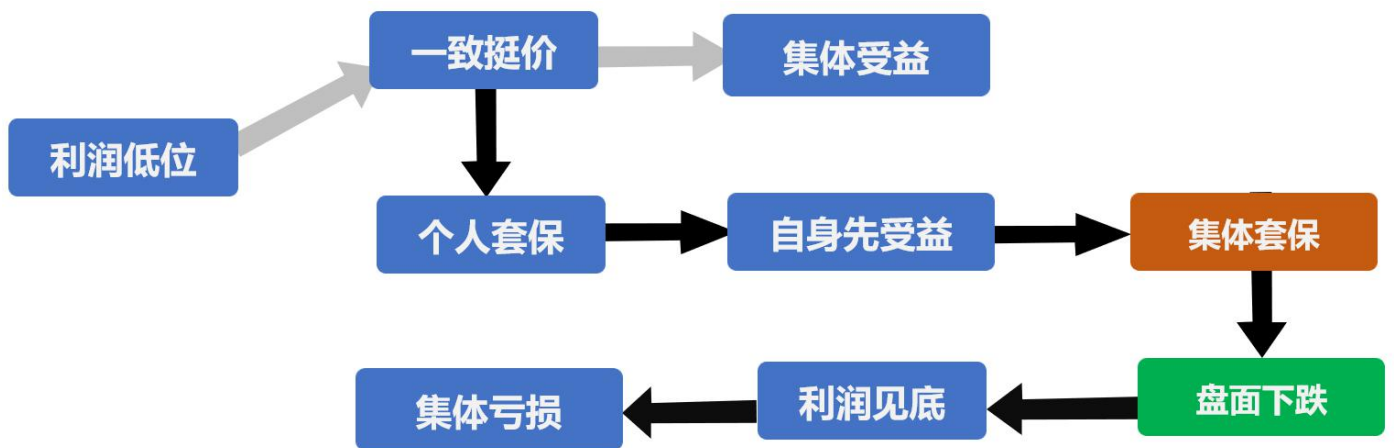
01、利润低位

商品利润的低位时期，实际上就是我们做交易寻找价格底部的阶段，我们都希望能

够寻找到底部，这是做交易每个人都在想的事情。不过这是一套相对复杂的体系，暂时就卖个关子，毕竟不是今天的重点。产业利润的低位，当下不能简单以亏损来定义，以甲醇来说煤制甲醇的利润长期维持在负数，然而生产企业并不会因此立即减少产能。当下面对市场竞争，企业控制风险都不再是单一化的生产，多元化的经验才是市场企业的常态。另外，随着技术革新和管理提升，分析师盘面预估的利润很可能失真，政策也会形成干扰。

利润的低位，这个时候表现出的反而是个囚徒困境，如果大家都站出来挺价，自然是大家都能获得好处。不过，难就难在获取个人的好处和集体的好处实际上是矛盾的。大家都抬价，只要有人趁机在盘面上做空套保就能减少亏损获取好处，都想要的是别人都抬价，自己做套保。利润低位的阶段一旦持续，产生的结果往往是集体的亏损，这个时候渐渐就靠近了利润的底部。

低利润下的“囚徒困境”：



事实上，利润的低位应该是产业链生产企业往往不再具备生产的动力，通常的做法会慢慢缩减自己的产能，伴随着企业库存的走低，主动去库存。在盘面上，随着企业产业利润收窄，通常表现出来的就是高库存企业主动选择套保，这个过程中，由于价格已经处于阶段性低位，盘面表现出低位震荡行情，振幅收窄。其中，往往还会伴随着合约交易的冷淡，出现阶段性的行情真空期，没有什么值得交易的消息，就类似近期

的苹果。

市场结构这个时候往往会从 back 结构逐步转为 contango 结构，在利润逐步走低的过程中，contango 结构会逐步加深，扩大期货远月升水。

真正的利润底部，一定要伴随着产能的缩减最终反应在库存上，利润最终有可能是负数，甚至绝对值更大的负数。

02、利润提升

持续处于真正的利润低位，随着产能的逐渐减少，终究会表现在产量和库存上。库存最终不足，则逐渐将转化为供应端的矛盾，化解矛盾最直接的办法就是涨价，利润提升。这个时候企业会进入主动建库存的阶段，生产的积极性增加。另外，贸易商、下游企业投机思维的作用下，会试图采取流动资金转化为存货的方式来获取价格上涨的收益，也是企业“买涨不买跌”的投机思路。这种投机思维的作用下，就激发了购买的热情，推动行情加速上涨，甚至到了高速上涨的时期，还会出现商品流动性不足，几乎没有办法能够大规模买货。



市场结构会在这个阶段发生变化，contango 结构会逐渐向 back 结构，这个时候是行情的爆发期，盘面成交量和持仓量都会上升，市面上会传出非常多的利好消息，产业和机构玩家都乐于在这个时候进行炒作。

特别是利润提升的后半段，没办法大规模买货的阶段，盘面市场结构以 back 结构为主。这是较大规模的金融资本进入市场的时候，价格的酝酿期基本过去，行情开始爆发。

contango 和 back 市场结构的转变，往往伴随着商品基本面的改变，由 contango 转变为 back 一般代表基本面的根本好转，这是上涨大行情通常必备的条件。

03、利润高位

一旦产业链利润进入高位，或者接近高位，这个时候市场会进入一个疯狂时期。很多时候这个位置会发生一种很奇怪的现象，就是无论产能扩张多么强烈，市场库存都显示出一种不足，甚至走低的现象或者说**假象**。

由于投机资本的作用，实际上这种时候往往伴随着**库存隐性化**。（通常厂库、交易所仓库、港口仓库数据是可以统计到的，但贸易商手中的库存就往往难以统计）在上一小节提及到的贸易商及下游企业意图将流动资本转化为存货获得增值。这样的条件下，随着利润高位，这样的库存隐性化现象就变成一种常态，这就类似今年3月份的玻璃。

浮法玻璃利润走势



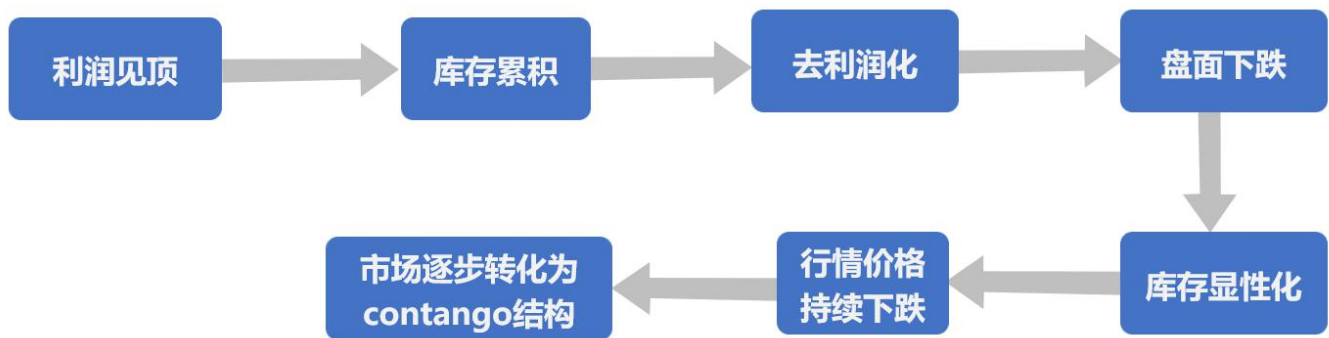
来源：Wind

这种时候的疯狂会扮演出一种绞杀空头的逼仓行情，金融资本加上产业企业动能叠加，开足马力打击空头，货再多也没有钱多。另外这种疯狂行情也会加速贸易商动力，加强库存隐性化，这样表现出的逼仓行情就比较成熟了。

04、去利润化

实际上我们都明白一个道理，正常条件下，高利润是没有办法一直维持的。一方面，隐性库存累积的时候形成高库存，这个时候企业套保的需求会增加，打压期货的价格。另一方面，如果显性库存也增加的阶段，现货供应旺盛而需求没办法跟上，自然也会打压现货的价格；通常企业在扩大产能的时候，会付出相当的沉没成本，即使利润开始走低，企业也不会轻易缩减产能，甚至根本无法控制，必须要维持生产。

与此同时，在投机的作用下形成的隐性库存，这个时候反而会显性化。常见的就是 contango 市场结构下，或者 back 结构逐渐在向 contango 转化的过程中。产业企业急于将手里的库存货换成现金进行保值，造成价格进一步大跌，而且这个下跌的过程中会发现价格不断的下跌反而库存还在不断的增加。价格下跌不仅没有降低库存，反而感觉这个库存怎么都消化不完，持续在增加。比较典型的就在去年9月的纯碱，在9月底到10月这波下跌中，统计到的库存几乎激增到了3倍，库存激增直到年底才有所好转。



纯碱利润去化周期的库存显性化

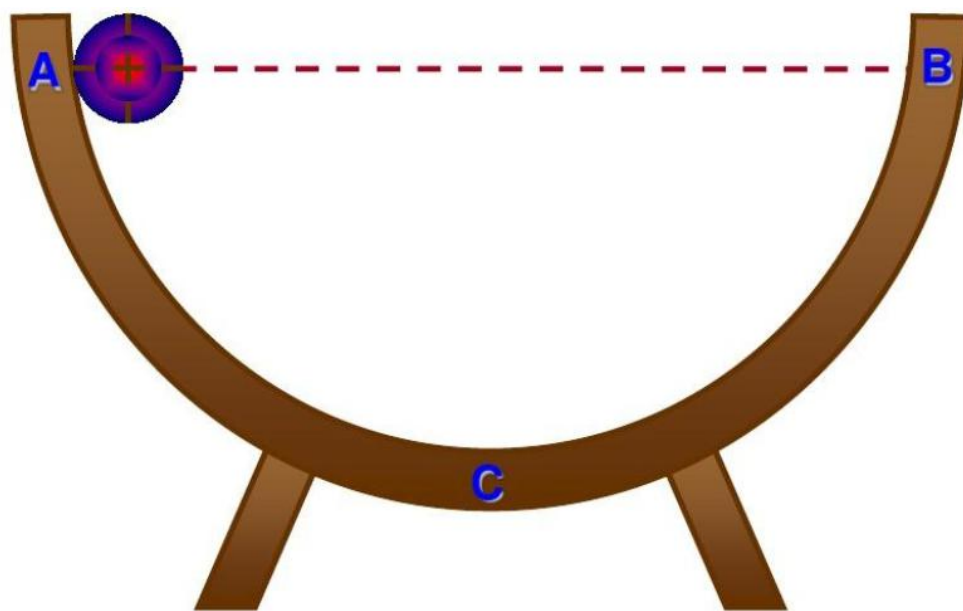


来源：博易大师

05 运动规律

利润周期的运动规律

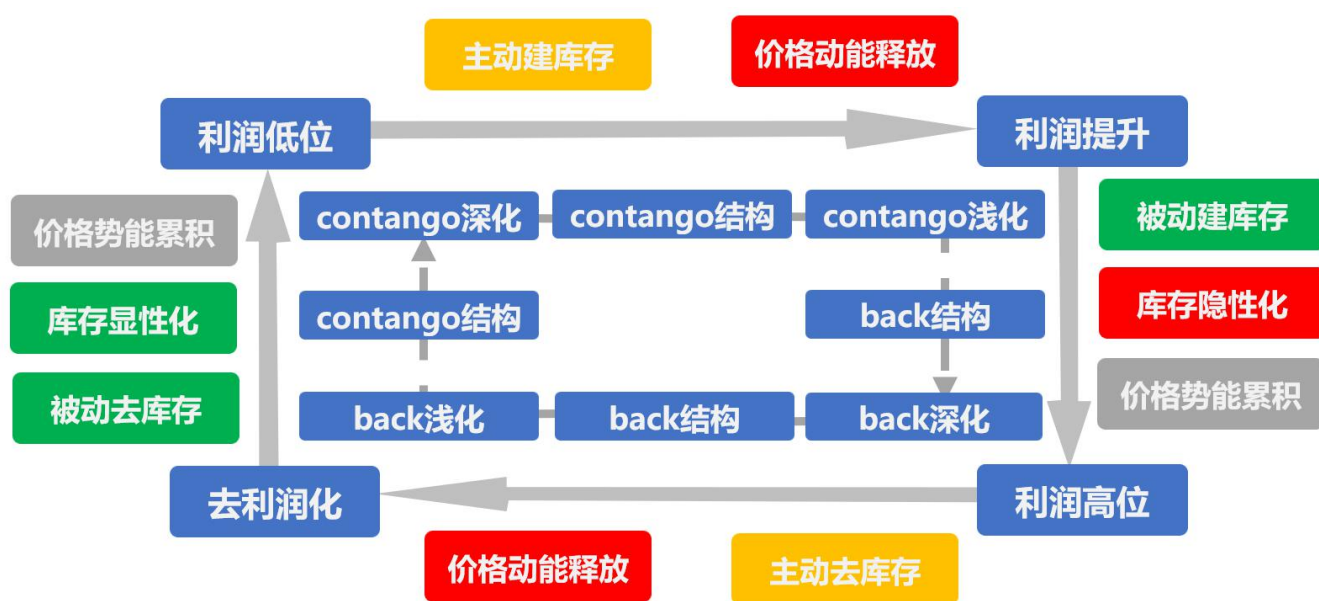
实际上对于商品利润周期，就类似于动能和势能相互转化的过程。小球从高点滚落到低点，势能转化为动能，而从点滚到高点是动能转化为势能。而利润周期来说也是价格势能和动能相互转化的过程。



来源：网络公共资源

运动规律下的利润周期

商品一轮周期中，价格运行到底部是势能的累积蓄势等待上涨爆发为动能，而上涨到高位又是动能向势能的转化。另外，现实的运动中，动能和势能的转化更多也不是简单的单方向。哲学中对于运动和发展的描述非常贴切，行情也是如此，事物的常态是运动，运动的方向是发展，而发展总是波浪式的前进、螺旋式的上升。利润周期实际上也是，各个阶段实际上也是伴随着震荡，利润的常态是震荡，震荡的结果是阶段转化，一个完整的周期持续期也会比较长。



利润周期的关键位置

通过利润周期的描述，可能已经颠覆了一些朋友的认知，能够理解库存显隐性化的朋友应该明白了，利润高位高产能的位置反而可能是库存隐性化，情绪疯狂成为做多的选择，而利润走低后释放的做空行情可能也会因为库存显性化更加强势和持久。需要抓住的最关键的两个节点就是价格动能的释放期，和库存显隐化的时期，前者是做中长期投资选择的节点，而后者则是做中短期快速行情的时间段。这其实表现的是运动中动能向势能相互转化是一个过程，无论是行情起爆还是结束转化为势能，不是瞬间就能够完成的，都需要经过酝酿，另外，资本的投机还会延长这样的过程。

06 总结



来源：博易大师

- 1、 利润的低位会因为利润去化过程中产业玩家的囚徒困境打得非常低，盘面的底部可能比现实的利润底部更低。利润的低位伴随着产能的缩减，最终反映在库存上，低位可能是负数，盘面体现的可能是更低的负数，市场结构很可能是 contango 结构。
- 2、 利润提升过程中，后半段往往是行情的爆发期，市场结构可能会从 contango 转化为 back 结构。市场结构的转变意味着基本面可能发生根本性的转变，是大行情的必要条件。最后阶段会伴随着市场库存的隐性化，继续推涨行情，市场陷入疯狂。
- 3、 利润高位市场陷入疯狂时库存隐性化可能继续，扩张产能也可能显示库存不足，出现多头绞杀空头的逼仓行情，货再多也没有钱多。后半段则可能随着隐性库存积累，套保需求及现货增加，加快行情下行。

- 4、 利润去化过程，隐性库存会逐步显性化，表现出价格一路降低，库存一路升高。市场结构从 back 结构转化为 contango 结构。由于库存显性化的作用，利润去化的过程可能比预期的更强更长久。
- 5、 利润周期如同运动中动能和势能的相互转化，需要注意把握动能释放期和库存显隐阶段，可以帮助中长期偏好和中短期偏好的交易者把握适合的行情。

风险揭示及免责声明

本文由国金期货有限责任公司制作，未获得公司授权，任何单位和个人不得对本文进行任何形式的修改、复制和发布。本文部分图片、音频、视频来源于网络，版权归版权所有者，如有侵权请联系我们予以删除。本文基于公开资料或实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，本文信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议。同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。