

交易逻辑——商品价格传导机制

主旨导读

当下或许是一个见证历史的时期，这个节点无论是对交易者还是上层市场的管理者，甚至是政策的制定者都是充满挑战的阶段。交易者面临的可能是多种大宗商品价格逻辑的重塑；市场管理者面临的是响应不确定性政策和不断进阶的资本冲击压力，而市场监管面临的则是史诗级的复杂环境，这可能是这两者面临的最复杂、最紧要、最具挑战性的决策环境。

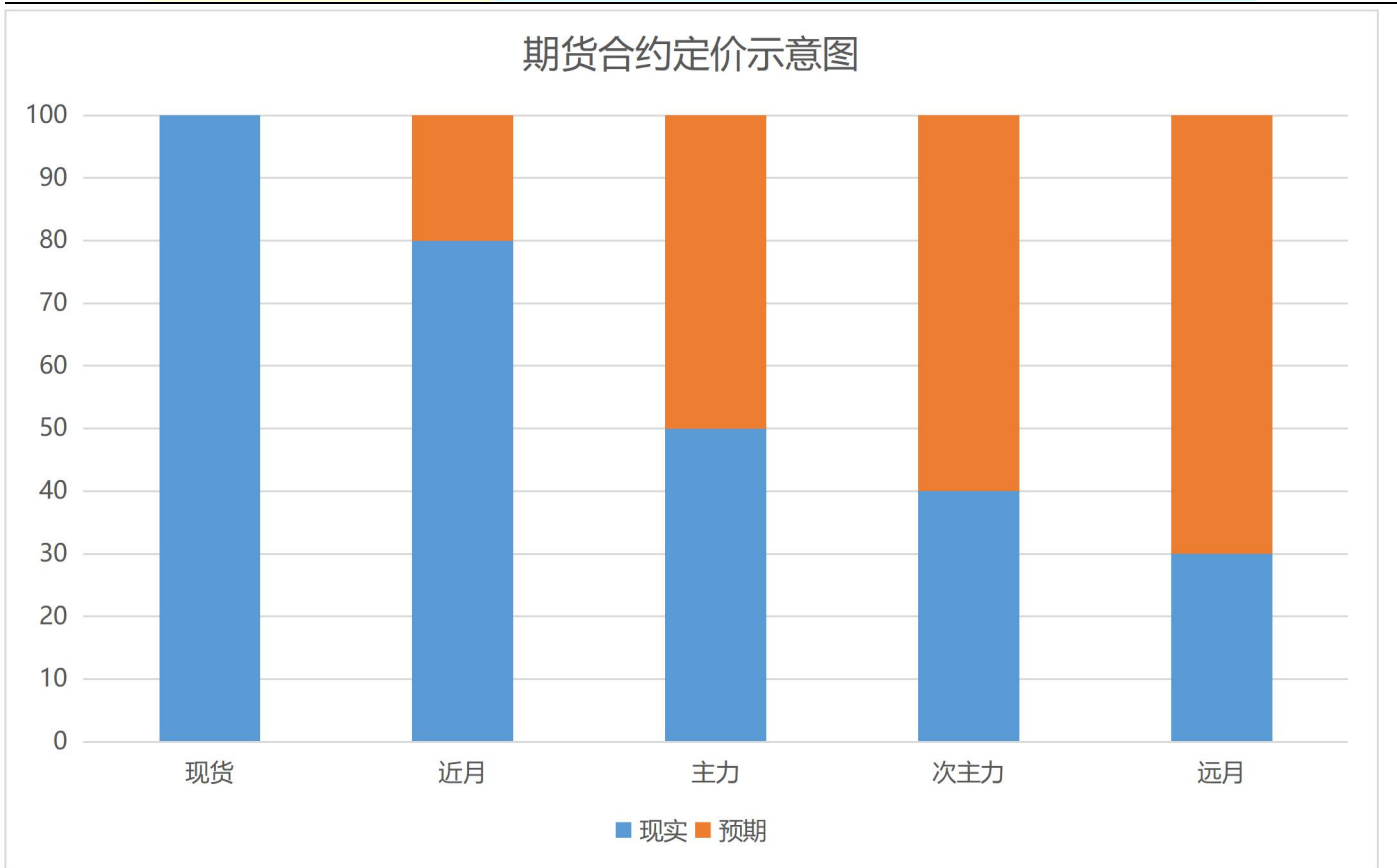
太过复杂的研究不妨先放一放，如同交易抓住确定性稍微好一点的品种就好，时间和精力可以先研究研究市场补充认知，今天就跟大家探讨一下价格的传导机制。价格传导机制虽然不能直接判断出价格的趋势，但这却是对于趋势的前瞻性研究，这是交易员选择研究品种必备的逻辑，今天会通过产业链、成本分析、定价研究及联动机制等方面展开讨论。

关键词：价格传导 期现回归 产业利润 定价机制 联动机制

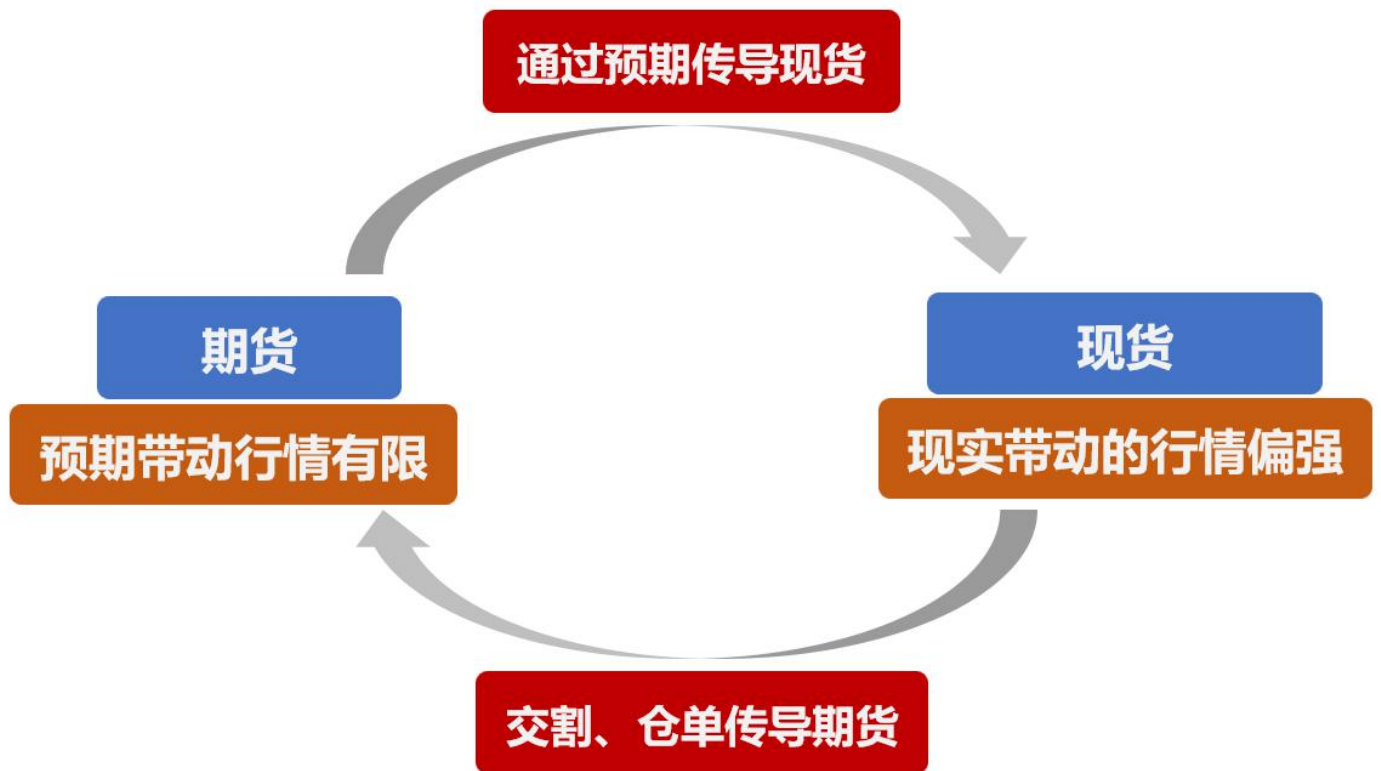
01 商品自身价格的期现回归

对于期货交易我们最关注的就是价格和数量，尤其是商品的价格是做交易关注的核心，研究价格传导机制的意义也就在于研究价格可能存在的趋势，也就是我们所说的行情。说道价格传导最为直观的便是商品价格的期现回归，价格的传导不仅是不同商品之间的传导，还有就是期货现货的传导，预期与现实的修正。以往的科普中有介绍过期货的定价，随着合约交割期的不断接近，预期和现实的修复过程就是现货和期货之间价格传导的过程。

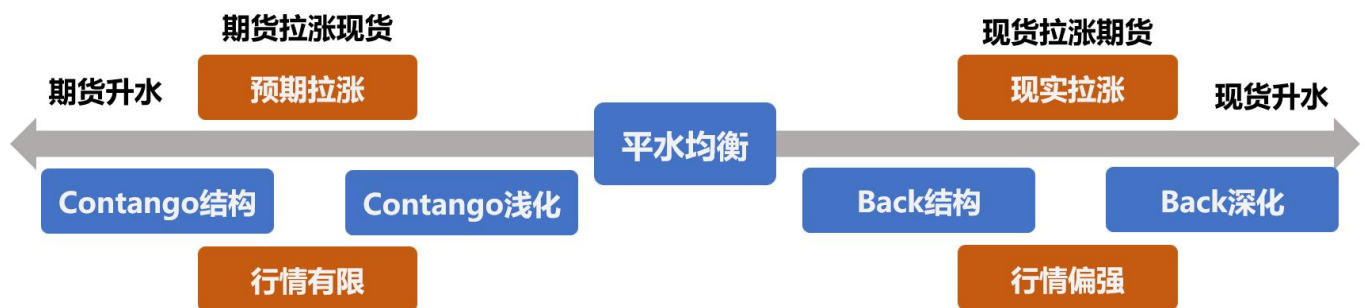
期货合同约定价示意图



链接期货和现货的纽带就是期货的交割和仓单的登记与注销，这两条线把期货和现货串起来，让期货和现货的价格能够相互传导。如果现货和近月合约价差过大，或者说近月合约和远月合约的价格相差过大，则可能就会出现一个套利空间，即市场交易员寻找的 full carry。如果价差能完全覆盖 full carry (检查，入库，出库，保管，交割，财务等等方面的费用)，则存在一个套利空间，由于资本的逐利性，短期内就会对价格进行修复。因此，通过现货传导近月，再从近月传导远月等等就搭建了大宗商品期货和现货价格之间的传导。另外，期货的交割则更加强势的将期货和现货之间的关系拉拢，实现两者之间的价格传导，仓单对于期货和现货之间传导的作用是连续的但是相对较弱，而交割对于传导的作用更强，不过却是间断的，这符合自然法则，面面俱到的是不常有的。当然，偶尔也会有商品自身的矛盾比较突出，出现预期和现实没法修正，即使交割也无法传导的案例，做交易也没有绝对的逻辑。



通常期货和现货之间价格的传导，往往也会伴随着期限结构的转变，通常情况下back结构现货带动的上涨行情更为强烈，现货具备的传导能力更强；如果仅仅通过预期拉动，没有期限结构的变化，则上涨的动力是相对有限的。期现回归这个过程中，期货和现货都可能发生变动，但是特殊情况下现货方面受制于商品自身的矛盾不会轻易向期货接近的时候，期货的行情就成了不确定性中的确定性。

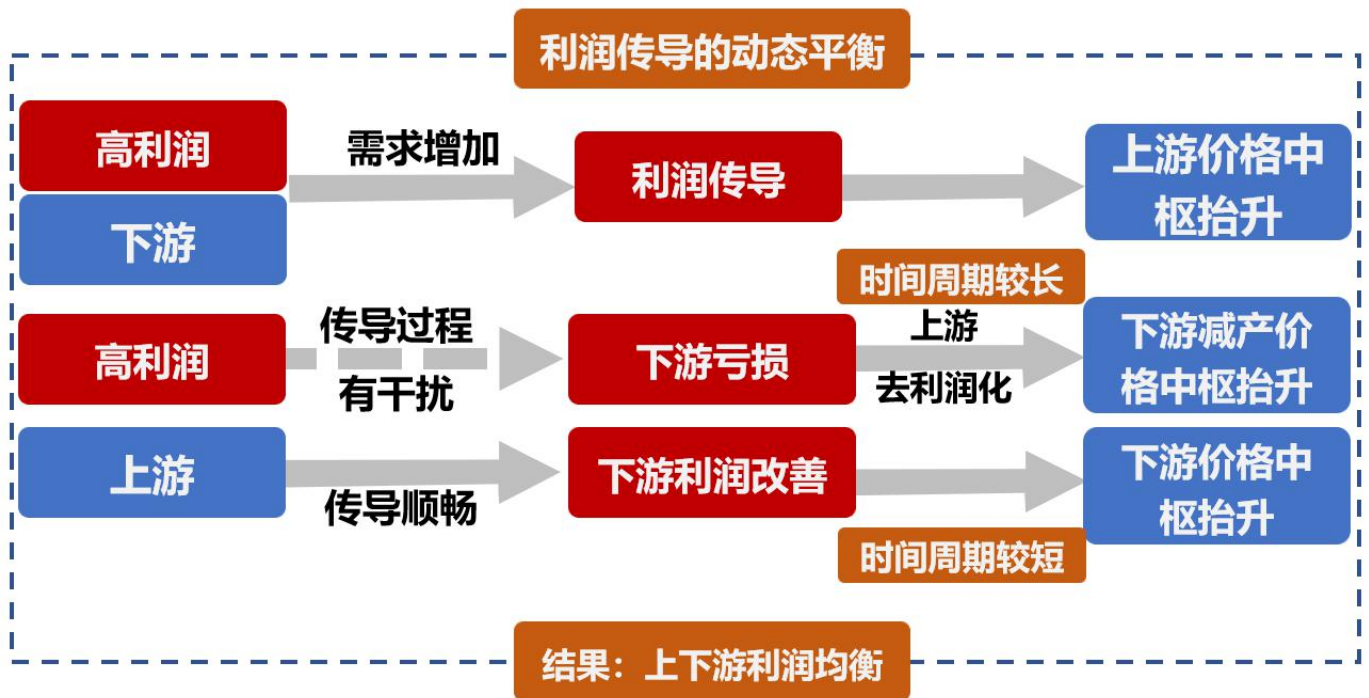


02 产业利润的分配

“商品价格的运动是以竞争为中介的运动，它是大量生产者在一一定的生产部门之间进行分配的调节者，正是这种运动引起了各个个别生产部门内生产者的不断地流出与流入。”伟人毕竟还是伟人，早在上个世纪早期就已经看清了资本对于利益的博弈和分

配。

期货市场是产业中上游居多的大宗商品交易市场，其中就涉及到产业链不同品种直接的利润分配问题。在生产效率和技术水平没有明显改变的情况下，通常来说一个品种的超额利润不会长期维持，必将分配到其它玩家手上让大家都获取相对均衡的利润。这比较符合自然法则，期货交易实际上也是自然法则的体现，变化是常有的，运动是常态的，市场不断由均衡和矛盾之间相互转化。



黑色产业之间的利润分配之前有过阶段性的不顺畅，不过长期来看利润分配也是必然的趋势。去年下半年矿石利润高增长，长期来看必然是去利润化，亏损的钢材企业如果在这个过程中死掉，那么对于铁矿石的需求必然就会受影响，最终导致价格下跌，因此，长期来看必然是矿石去利润化，而钢材利润改善。今年由于“碳达峰、碳中和”的排放政策让钢材企业进入高利润周期，必然扩大的是真实需求，自然也会带动上游的价格上涨。

归根结底产业链始终是人與人之间的博弈，上游下游之间是合作关系，利益分配如果其中一方不能接受则这样的合作关系则不可能长期稳定，直到双方博弈各种能够得到

自我满足的利益，这样的合作关系才会长期维持。

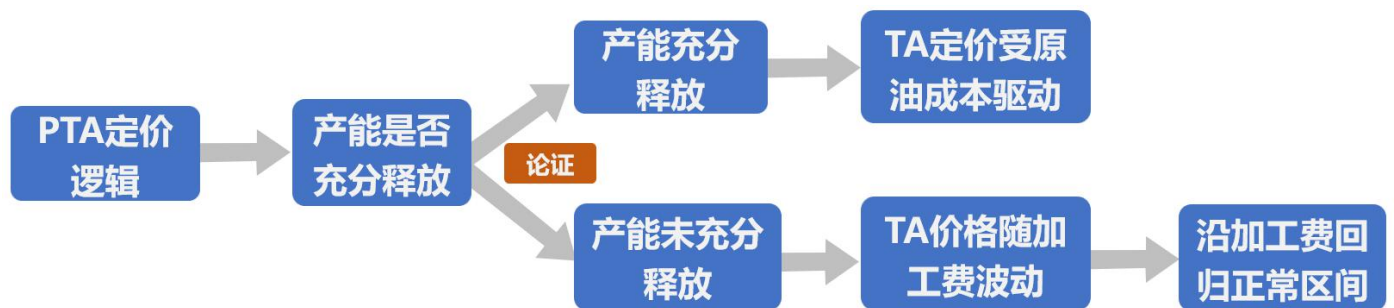
在盘面上往往可以通过价格观测利润，高价格意味着潜在的高利润，当产业链其中一环持续的高位存在的条件下，通常也能带动其它品种的上涨。

03 成本推进和需求拉动

这一节的传导逻辑实际上和市场通货膨胀的路径是比较相似的，主要通过成本推进和需求拉动两条路径。

成本推进

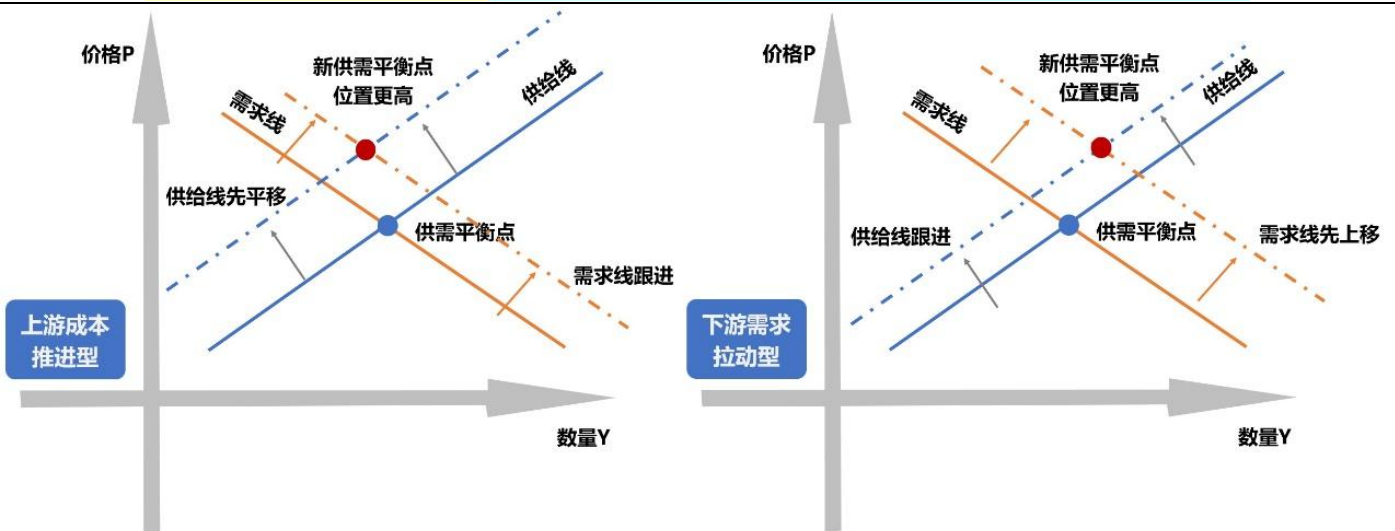
比较典型的例子就是PTA，该品种的定价逻辑主要是两条线，首先要去论证该品种的产能有没有充分的释放，如果有，则TA的定价就随原油波动上涨和下跌由成本驱动，价格传导的路径就是生产成本。当然特殊情况下，PTA产能没有充分释放的条件下会发现PTA价格和原油的相关性减弱，TA的价格则更多由加工费来决定，只不过实际上是高利润的表现，通常情况下不会长期维持，TA的价格也就会逐渐随加工费回归。



成本推进型这条逻辑适合宏观大品种，这样的大品种不容易受到某一个品种需求改善而拉动例如原油，原油的上涨会带动整个化工板块的上涨，但是化工某一品种上涨则很难带动原油。

需求拉动

需求拉动这个途径相对好理解，一方面可能是自身供需存在缺口，满足不了供应不足的矛盾，解决的办法最简单的就是涨价；另一方面下游的供需存在缺口和矛盾然后慢慢转化过来的，相对典型的就如玻璃能带动纯碱，钢材能带动矿石和煤炭。



04 商品之间的联动机制

商品之间的价格传导，除了通过自身产业链之间来实现之外还有一条路径就是替代品之间的联动。一部分新手接触这个市场，有时候会出现一些意料之外的事情产生亏损，一部分原因就是观察的视野不够，对于商品的替代品了解不够充分。对于这些存在联动的品种，观察基本面和行情结构需要兼顾，例如做棕榈必须要关注豆油和菜油，做焦煤或者焦炭也需要两个品种一起看。



来源：博易大师

如果单纯从个例品种来看，当下菜油实际上基本面并不算特别好，甚至涨到现在的位置似乎是一个做空的机会。但是如果真的这样交易，你就会发现菜油会不断被棕榈和豆油所带动上涨，观测不到位则可能面对非常高的浮亏甚至是爆仓。焦煤、焦炭于此同理，不过这样的品种之间强势程度是阶段性的，趋势产生的动能和积攒的势能会不同，实际上可以择时选择更有利的品种进行交易。

另外，一部分品种的替代品可能不在期货盘面内，这样的价格传导可能没有那么灵敏，有时候甚至需要结合现货市场和外盘进行观测。

05 总结

1. 正确应用大宗商品价格传导机制能帮助我们前瞻性的发现行情趋势，其中最为直观的就是商品自身的期现传导和回归，依靠的路径主要有两条，第一条期货的交割，到期时间的期现回归；第二条就是仓单的登记和注销，仓单的登记和注销能链接期货和现货实现连续的回归，需要注意的是价差能不能够覆盖 full carry 的条件。
2. 如果期现回归的过程中，由于一些特殊条件导致现货端的矛盾无法解决，现货无法向期货靠拢，这个时候期货则会有回归的趋势成为不确定性中的确定性。
3. 期货和现货的价格传导由期货的预期和现实驱动，其中由现实现货带动的拉涨通常会有更强的趋势和爆发力，如果单纯由预期拉涨没有期限结构的变化则行情和趋势可能就比较有限。
4. 商品上下游之间长期来看有一个利润由不均衡到均衡，不合理到合理的动态性利润分配的过程，某一个品种的高利润不能常久维持，由于上下游的关系是合作而非竞争，最终的结果是利润分配的均衡，各种得到相对平均的利润。
5. 如果某一个品种长期维持较高利润，而高利润通常由较高的价格表现，这样的条件下则一条产业链的相关品种则有上涨的可能。
6. 通货膨胀的逻辑适用于大宗商品市场，通过成本推进和需求拉动，都可能实现商品

之间的价格传导。

7. 具有一定替代作用的品种之间价格存在联动性，做交易需要讲该品种整个家族纳入观测范围，而其中由于品种之间的动能释放和势能积累的不同，全面观测便于寻找特定阶段的强势品种，最强势的品种不同阶段也会发生交替。

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。