

商品预期交易与现实交易

——以黑色金属品种走势为例

核心观点

商品预期和现实的矛盾是普遍存在的，往往现实和预期是你强我弱的敌对状态。关于预期和现实可以简单理解为现货所代表的是 100%现实因素下的期货价格，而近月期货合约则是现货因素占大头的期货合约，主力合约则是两两相匹配的，即随着时间的往后推移，预期的因素在合约价格上的比重是越来越大的。

可通过建立“预期现实四象限”来对一些品种进行分析定位，某一个品种脱离了“戴维斯双杀区域”，随后进入“中性区域”，随着供应端矛盾的变化，进入了“强现实端”；或者某一品种从“戴维斯双击”的神坛跌入到“弱现实端”，便构成一个相对完整的价格运动过程。

从一个合约存续周期的角度来看，一个合约的交易逻辑是有变化的。首先在交易时间充足的情况下，市场上的交易逻辑是在“预期逻辑”上，关于该品种的预期故事会非常多。随着交易时间的慢慢变少，市场上的交易逻辑就会转变成为“现实逻辑”，期货合约会开始“期现回归”的道路，并最终面对现实，变成 100%的现货。

预期现实博弈逻辑贯穿 2023 年黑色金属主流品种走势，且多数时间呈现出强预期与弱现实博弈局面。回顾 2023 年黑色金属行情走势，主流品种价格曲线多数时间均呈现近月合约价格高，远月合约价格低的结构，即 back 期现结构。反映的市场对未来供需关系的预期偏谨慎，这也是 2023 年黑色金属走势过程呈现出典型特征，即“淡季讲预期，旺季讲现实”，行情主逻辑在预期现实之间来回切换。

黑色金属主流品种价格曲线维持远月贴水局面，但整体远月贴水幅度持续收窄，即价格曲线平稳，反映出市场对黑色金属预期趋于一致，且整体矛盾不大。不过，铁矿石期限价格曲线依旧显著有别于其他黑色品种，维持长期远月大幅贴水局面，主要原因是源于两方面，其一是铁矿石期货多数时间处于贴水格局，交割逻辑支撑下近月期价向现货靠拢；其二则是终端需求下行预期叠加供应释放，远月合约估值需趋于合理化。为此，一旦后续黑色金属市场预期迎来转变，配合现实端矛盾，则铁矿石期货近端价格下行压力将会显著凸显。

（仅供参考，不构成任何投资建议）



姓名：涂伟华

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3060359

投资咨询证号：Z0011688

电话：0571-87006873

邮箱：tuweihua@bcqhgs.com

报告日期：2024 年 01 月 30 日

作者声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

目录

1、预期与现实分析方法：“戴维斯”效应.....	4
2、资金介入放大预期现实矛盾.....	6
3、预期现实矛盾体现在价格结构上.....	7
4、预期现实博弈主导 2023 年黑色金属行情.....	8
5、结论	11

图表目录

图 1 期货合同约定价示意图	4
图 2 铁矿石期货日 K 线 (2022/10-2023/03)	5
图 3 戴维斯效应象限图	6
图 4 黑色金属指数走势	8
图 5 螺纹钢与铁矿石比值	9
图 6 焦炭与铁矿石比值	9
图 7 螺纹钢 05 合约期现价差 (上海, %)	9
图 8 热轧卷板 05 合约期现价差 (上海, %)	9
图 9 螺纹钢期货价格曲线 (近月定基)	9
图 10 螺纹钢期货价格曲线	10
图 11 铁矿石期货价格曲线	10
图 12 焦炭期货价格曲线	10
图 13 焦煤期货价格曲线	10

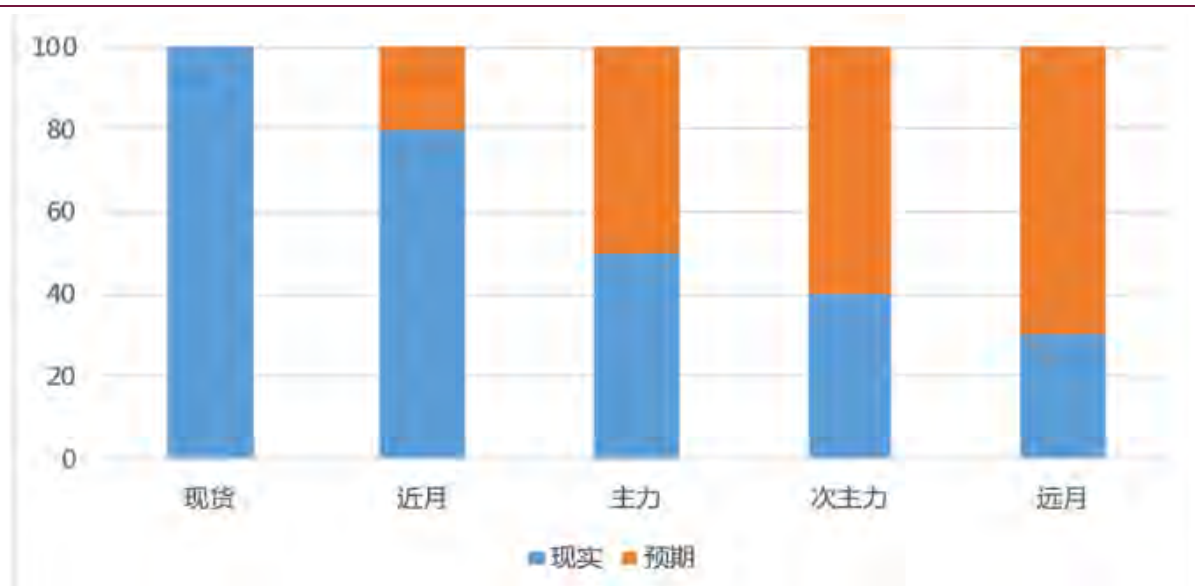
1、预期与现实分析方法：“戴维斯”效应

商品预期和现实的矛盾是普遍存在的，往往现实和预期是你强我弱的敌对状态；一旦预期和现实同方向并且超过一定的阈值就有大行情，另外存在大行情的前提是价格不会影响需求。

很多人仅仅通过研究现货指导期货交易，或者是通过研究期货指导现货经营。这两者在很大程度上是有问题的，原因就在于期货与现货有着很大的区别。期货可以说是预期的现货，而现货则是现实的现货。现货的关注点应该更集中于现实问题而非预期问题，然而期货则正好相反。很多人通过当下冰山一角的情况去预测未来，判断未来走势，其实并非靠谱。譬如，当下库存高，便去做空远月；当下库存低，就去做多远月。这在很大程度是有问题的。原因就在于当下库存这种静态的指标完全不能反应出预期的情况。

这也是预期与现实之间的差异问题。从金融市场的基本理论来看，市场有时候是走预期路线，市场有时候是走现实路线。两者之间存在着不确定性，但是我们可以大致确认的是这个关系。期货是现货叠加了预期因素，如下图：

图 1 期货合同约定价示意图



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

上图所表述的意思是，我们将现货也当作一张期货合约的话。现货所代表的是 100%现实因素下的期货价格，而近月期货合约则是现实因素占大头的期货合约，主力合约则是两两相匹配的。也就是说，随着时间的往后推移，预期的因素在合约价格上的比重是越来越大的。

基于此，便可解释商品期货运行过程很多的现象，这些现象称之为“戴维斯效应”，分为“戴维斯双杀”以及“戴维斯双击”。

2023 年黑色品种运行过程中最典型“戴维斯双击”行情便是 2022 年 11 月至 2023 年 3 月那波铁矿石强势上涨行情。国内稳增长意愿强烈，地产、基建

端利好政策不断出台，宏观强预期支撑国内黑色金属品种淡季强势上涨，铁矿石期货指数由最低 593.3 元/吨快速拉涨并突破 2022 年 10 月前期震荡平台上沿，走势领涨产业链，且随后强预期不断发酵，铁矿石期货强势上涨直至 860 元/吨后开启了震荡蓄力阶段，期间 820-860 元/吨震荡持续近一个半月。春节之后，预期行情进入到现实验证阶段，此时钢厂复产带来铁水产量回升，相应的钢材终端需求也快速恢复，叠加地产（二手房）销售超预期表现提振市场，矿石现实端表现同样客观，预期现实共振推动铁矿石期价强势上涨，突破震荡平台并上冲 920 一线。

图 2 铁矿石期货日 K 线（2022/10-2023/03）



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

回归正题，预期与现实究竟如何去判断，一般来说现实端好界定，但远月预期分析相对更好，可以分两个方面来进行分析，一方面是需要去分析现实因素和现实情况，另一方面则是去建立预期。确定两者是“戴维斯双杀”还是“戴维斯双击”，抑或是各占一个因素。在进行因素的分析的时候，一些能够量化的数据则可观测其边际变化情况分析，也有一些是做定性分析的。

建立上述体系后就可以简单的将市场上大部分商品做一个简单的规划，分为四个象限，可将其称之为“预期现实四象限”分析法。

以横轴为现实端，正向为强现实，负向为弱现实；以纵轴为预期端，正向为强预期，负向为弱预期，形成四大象限。其中越靠近原点两个属性越是中性；而在一三象限则有两个极端区域：一是“戴维斯双击区域”，另一个则是“戴维斯双杀区域”。第一象限“戴维斯双击区域”代表的是持续性的看涨，第三象限“戴维斯双杀区域”代表的是持续性的看跌，而其他的区域也对应了品种的不同属性，如下图。

图 3 戴维斯效应象限图



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

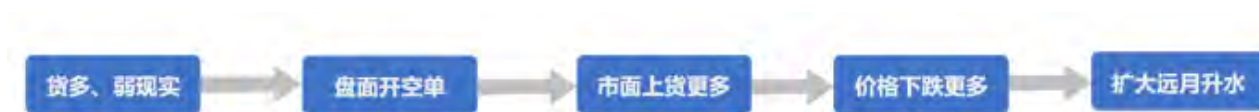
2、资金介入放大预期现实矛盾

一旦预期与现实形成对立，资金介入激化的期现矛盾。资本生来就是逐利的，当资金介入市场后，会加强这个市场期现的对立。

“买涨不买跌”是一个市场的投机思维和现货企业采购的投机性逻辑。资本介入将继续放大供应端不足的矛盾。市场上货少，资金就在盘面上做多头，让这个市面上的货更少，推动价格往更高的位置涨来激化这个矛盾。这就是典型的逼仓逻辑，货再多也没有钱多，往往都是空头认栽。这样的条件下，就会把近月打得非常强，远月贴水的预期就打得非常大，预期和现实的矛盾被激化。

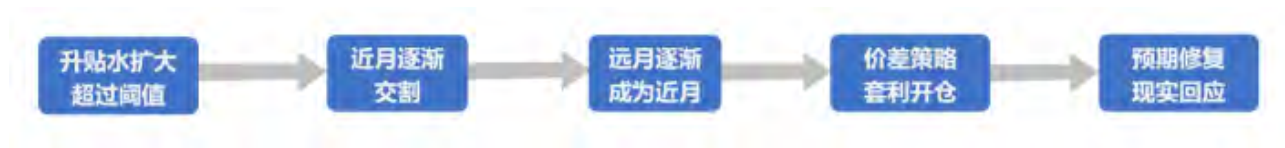


另一方面，市场上货太多，资金就在盘面上做空头，让市面上的货更多，把价格打下去。投机逻辑就是如此：越降价，越不买，总希望等更便宜的时候。同时，这些投机者也担心自己存货价值下跌主动去去化自己的库存，减少购买。最常见的手法是用多少买多少，不会做备用库存，然后生产厂家继续累库，直到主动降低产能。



此外，被激化的矛盾往往是价差策略的交易的机会。市场是公平的，无论是现实和预期哪一方面过于强势，市场就会出现另外一种交易机会。其背后的逻辑在于，期货合约终将会到期，远月合约也会逐渐推移到近月。

预期和现实相临近的时候，矛盾的双方就会相互靠近，相互转化，预期得到修复，现实也会被预期提振，最后达到相对的平衡。



3、预期现实矛盾体现在价格结构上

预期现实矛盾最终会体现在商品价格结构上，现实悲观、预期乐观情况下价格结构易表现为 contango 结构，即远月价格要高于近月价格，相反则是表现 back 结构。

也有部分介于 Contango 与 Back 之间的结构，但这种情况是不稳定的，介于 Contango 和 Back 的情况存在，但是这种结构对大部分品种来说不会存在太久，原因一是套利的存在总是能把结构套成 Contango 或者是 Back 的一种；原因二是预期与现实总会出一个结果，否则市场就失去了其交易的意义。

市场上有关预期现实矛盾经常会出现以下几种情况：一是如果“现实端出现强现实”的情况，譬如现货市场上“库存降低，供应减少”这类现象的出现，那么意味着现货价格会拉涨，且期现基差将拉大，合约间价差也拉大，市场走向正向套利的逻辑，此时市场上走的就是“强现实”路线。二是市场现状正好相反“现实端的弱现实”，比如出现“库存增加，供应端产量也增加”这类现象，也也就意味着现货端价格预期走跌，且期现基差将缩小，合约间价差也缩小，市场走向反向套利的逻辑。此时市场上走的就是“弱现实”路线。

一般不会只有现实端的强弱，还有预期端的强弱。如果是“强现实搭配了强预期”，那就是标准的“戴维斯双击”，市场可能会走出逼仓的行情。如果是“弱现实搭配了弱预期”，那就标准的“戴维斯双杀”，Back 结构的话那就可能是单边走跌的情况，如果是 Contango 结构，那就意味着可能会存在逼仓的情况了。

此外，还有另外两种搭配情况，“强现实与弱预期”。从期限结构来看，如果是 Back 结构，则是 Back 缩小的一个过程，如果是 Contango 结构，则是一个 Contango 扩大的过程。这个也很好去理解，预期的故事少了，也就意味着预期因素降下来了，所以也就意味着远月会坍塌得比近月厉害，此时市场是走反套逻辑。如果是“弱现实与强预期”，从期限结构来看，则正好是相反的一个过程如果是 Back 结构，则是一个 Back 结构强化的过程，如果是 Contango 结构，则是一个 Contango 结构改善，甚至走向 Back 结构的过程。

一般而言，一些相对特殊的品种，在“预期路线”的故事会很多。尤其是一些进口依赖类型产品、工农业复合类型产品以及农产品或季节性明显类型产品会十分明显，比如棉花、橡胶、甲醇、油脂、铁矿石等。

随着最近交割月的交割完毕，市场上的矛盾得到释放，这是“预期路线”发生的主要时间点。由于较主力合约到期还有一段很长的交易市场，市场上的交易热点会集中于“预期路线”；随着市场对“预期路线”交易得差不多了的时候，市场的交易情绪又会集中于“现实路线”。所以从大方向来看：市场上的一个重要逻辑就是在“预期路线”和“现实路线”来回切换。

总之，市场上在不同的时间点存在着两种不同的交易逻辑，一个交易逻辑是“预期逻辑”，在此路线下，市场上以“讲故事”为重心，品种充斥着不同的预期；另一个则是“现实逻辑”，在此路线下，市场上以“期现回归”为重心，终究面对现实。

4、预期现实博弈主导 2023 年黑色金属行情

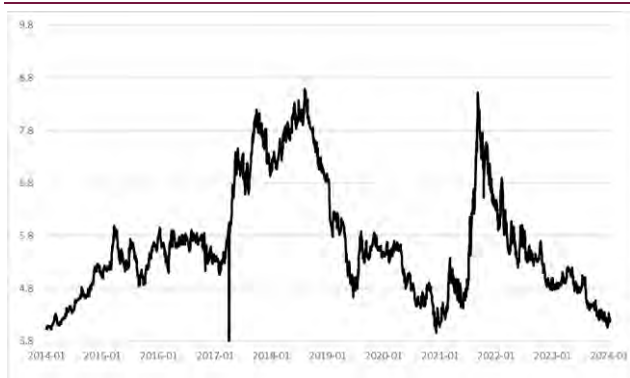
预期现实博弈逻辑贯穿 2023 年黑色金属主流品种走势，且多数时间呈现出强预期与弱现实博弈局面，强预期主要来源于国内宏观政策利好预期，稳增长政策频出，涵盖黑色紧密相关的地产、基建等主流行业，继而带动黑色在年初、11 月后均出现强势上行行情，期间钢材盘面期货更是出现罕见升水现货局面，佐证行情多由预期主导所致。不过，由于品种自身供需格局差异，现实端表现分化，因而强预期下不同品种走势强弱分化显著，尤以原料端铁矿石走势最强，而双焦则是呈现上半年趋势下跌，下半年修复特征，同时成材则是宽幅震荡，因而螺矿比、焦矿比不断刷新阶段性新低。除此之外，4 月黑色集体下行则是弱现实、弱预期组合下趋势下行行情，欧美银行危机爆发引燃海外宏观风险，市场预期转为悲观，相应的黑色金三银四旺季需求表现不佳，同时原料端双焦供应过剩，为此黑色金属迎来大幅下跌，期间铁矿石、双焦均录得显著下跌，继而带动钢材期价同样下行。

图 4 黑色金属指数走势



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 5 螺纹钢与铁矿石比值



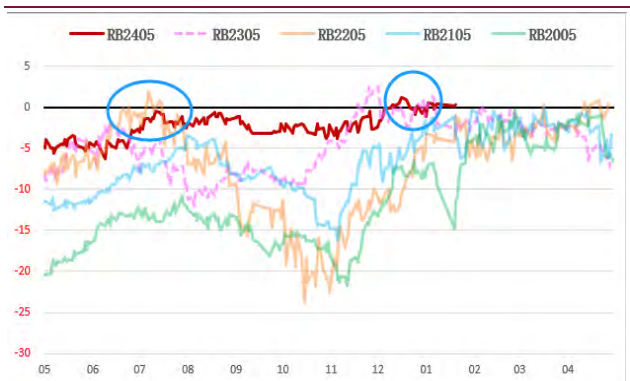
数据来源: Wind、宝城期货金融研究所

图 6 焦炭与铁矿石比值



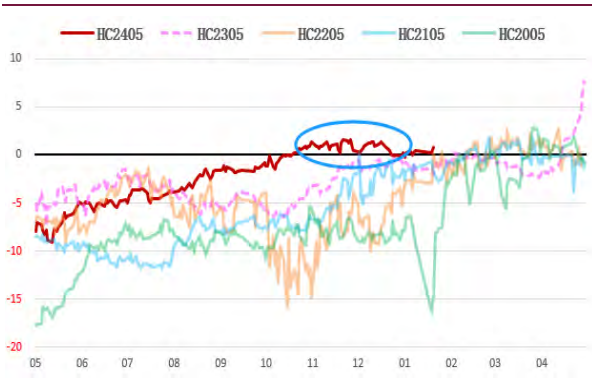
数据来源: Wind、宝城期货金融研究所

图 7 螺纹钢 05 合约期现价差 (上海, %)



数据来源: Wind、宝城期货金融研究所

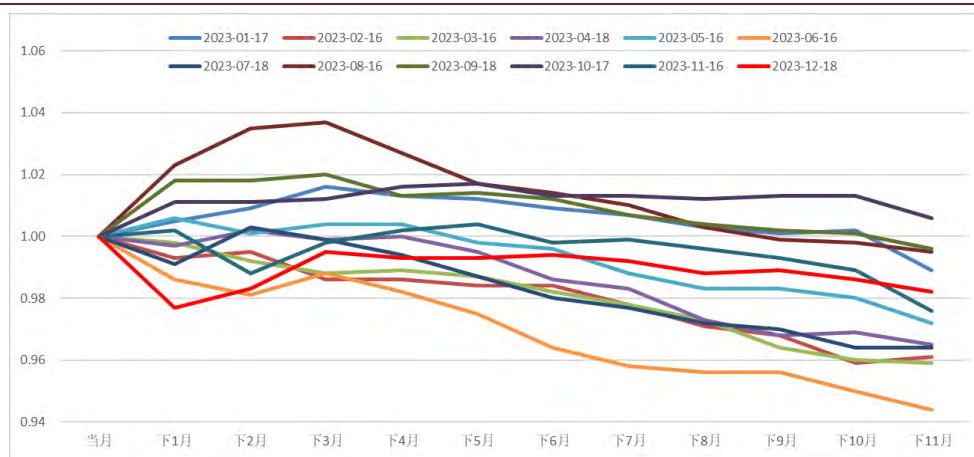
图 8 热轧卷板 05 合约期现价差 (上海, %)



数据来源: Wind、宝城期货金融研究所

回归 2023 年黑色金属走势可知主流品种价格曲线多数时间均呈现近月合约价格高, 远月合约价格低的结构, 即 back 期现结构。由于离现实越近的合约价格越接近现货价格, 因此 back 结构表明黑色市场普遍认为未来需求相比目前有所下滑, 反映的市场对未来供需关系的预期偏谨慎, 这也是 2023 年黑色金属走势过程呈现出典型特征, 即“淡季讲预期, 旺季讲现实”, 行情主逻辑在预期现实之间来回切换。

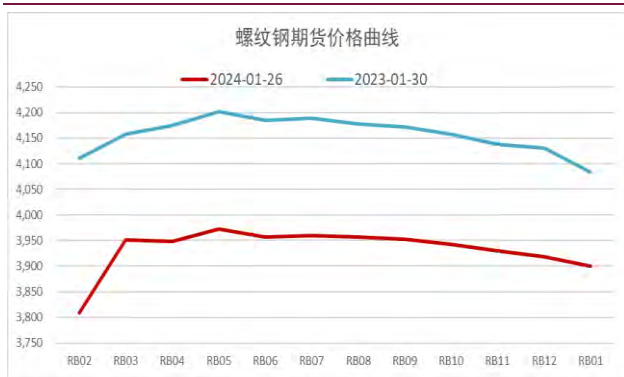
图 9 螺纹钢期货价格曲线 (近月定基)



数据来源: Wind、宝城期货金融研究所

现阶段，黑色金属主流品种价格曲线维持远月贴水局面，但整体远月贴水幅度持续收窄，即价格曲线平稳，反映出市场对黑色金属预期趋于一致，且整体矛盾不大。不过，铁矿石期限价格曲线依旧显著有别于其他黑色品种，维持长期远月大幅贴水局面，主要原因是源于两方面，其一是铁矿石期货多数时间处于贴水格局，交割逻辑支撑下近月期价向现货靠拢；其二则是终端需求下行预期叠加供应释放，远月合约估值需趋于合理化。为此，一旦后续黑色金属市场预期迎来转变，配合现实端矛盾，则铁矿石期货近端价格下行压力将会显著凸显。

图 10 螺纹钢期货价格曲线



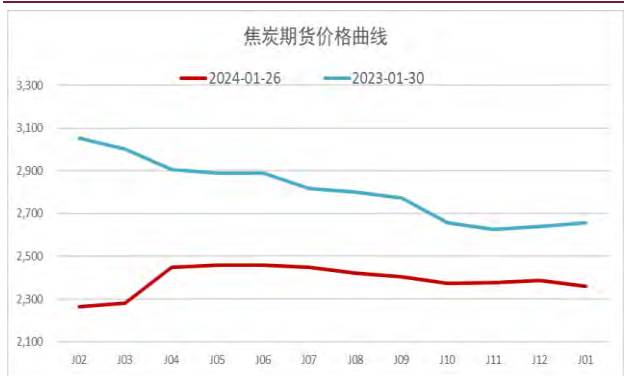
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 11 铁矿石期货价格曲线



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 12 焦炭期货价格曲线



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 13 焦煤期货价格曲线



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

5、结论

商品预期和现实的矛盾是普遍存在的，往往现实和预期是你强我弱的敌对状态。关于预期和现实可以简单理解为现货所代表的是 100%现实因素下的期货价格，而近月期货合约则是现货因素占大头的期货合约，主力合约则是两两相匹配的，即随着时间的往后推移，预期的因素在合约价格上的比重是越来越大的。

可通过建立“预期现实四象限”来对一些品种进行分析定位，某一个品种脱离了“戴维斯双杀区域”，随后进入“中性区域”，随着供应端矛盾的变化，进入了“强现实端”；或者某一品种从“戴维斯双击”的神坛跌入到“弱现实端”，便构成一个相对完整的价格运动过程。

从一个合约存续周期的角度来看，一个合约的交易逻辑是有变化的。首先在交易时间充足的情况下，市场上的交易逻辑是在“预期逻辑”上，关于该品种的预期故事会非常多。随着交易时间的慢慢变少，市场上的交易逻辑就会转变成为“现实逻辑”，期货合约会开始“期现回归”的道路，并最终面对现实，变成 100%的现货。

预期现实博弈逻辑贯穿 2023 年黑色金属主流品种走势，且多数时间呈现出强预期与弱现实博弈局面。回顾 2023 年黑色金属行情走势，主流品种价格曲线多数时间均呈现近月合约价格高，远月合约价格低的结构，即 back 期现结构。反映的市场对未来供需关系的预期偏谨慎，这也是 2023 年黑色金属走势过程呈现出典型特征，即“淡季讲预期，旺季讲现实”，行情主逻辑在预期现实之间来回切换。

黑色金属主流品种价格曲线维持远月贴水局面，但整体远月贴水幅度持续收窄，即价格曲线平稳，反映出市场对黑色金属预期趋于一致，且整体矛盾不大。不过，铁矿石期限价格曲线依旧显著有别于其他黑色品种，维持长期远月大幅贴水局面，主要原因是源于两方面，其一是铁矿石期货多数时间处于贴水格局，交割逻辑支撑下近月期价向现货靠拢；其二则是终端需求下行预期叠加供应释放，远月合约估值需趋于合理化。为此，一旦后续黑色金属市场预期迎来转变，配合现实端矛盾，则铁矿石期货近端价格下行压力将会显著凸显。

（仅供参考，不构成任何投资建议）。

获取每日期货策略推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。