

3.3 大宗商品十年【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-06-28 10:36



添加大师课助教微信<jwzhujiiao8>

加入课程训练营，一起搭建大类资产投研框架

3.3 大宗商品十年

视频时长07分56秒，请在wifi环境下收看

本期提要

- 小商品与大商品的金融化

本期内容

经历了2008年金融危机以后，大家会发现其实原油价格有一个下限的边际值。在那一年，随着套利需求的推升，铜作为一个非常有代表性的套利品种，价格意外的创出了新高，而在它创出新高的过程中其实还有一些意外情况。

当时有大宗商品女皇之称的布莱斯·马斯特斯向美国SEC（证券交易委员会）申请成立摩根大通铜的现货ETF，我们开玩笑说如果美国SEC批准，铜的价格将直接从8000美元变成以万字头计价。很多的中资银行之前也在找我谈，说我们的监管层有可能会放开现货ETF，我当时就开玩笑说，如果我们的管理层聪明一点，千万别放开。他们问为什么？我说对于我们来讲，做一个现货ETF，反正收管理费，我们该赚钱的赚钱，这是正常的，但是对于市场来讲，做一个现货ETF，价格就会扭曲，就跟当年的美国SEC一样，如果它同意做一个被动性的现货ETF，相当于所有的商品都可以变成货币。换句话说，像铜这种东西，放上几十年也不会腐烂，也不会生锈，它就可以变成钱，完全的锁定在那，你有多少供给？

现在的小商品在资本面前简直不值一提，钴、锂的现货盘口20个亿，20个亿现在还算钱吗？所以你会发现这些商品很容易被金融化，被资本垄断。垄断以后它又能放，没有供给，短暂的扭曲带来价格的暴涨暴跌，这不就是当年亨特兄弟玩白银的套路吗？其实小商品很容易实现，但大商品千万不要过度金融化，过度金融化一定会导致这个问题。当年的钯是玩俄罗斯人的金库，这几年的钯是俄人自己在炒，切尔西足球俱乐部的老板和诺里尔斯克镍业（Nor Nickel）共同出资成立了一个全球钯金基金。囤现货钯，然后拆成一份一份的ETF份额卖给投资人，很简单。投资人的属性永远是什么？越涨越买，越买越涨。你会发现它是一个自我循环，越涨越买，越买越缺，越缺越涨，越涨越买。

所以当年铜的价格从8000美元迅速的要往一万美元冲。其实所有人都在看SEC的态度，还好美国的金融监管部门并不傻，没批，所以很快那一波热潮就退下来了。如果当时美国的金融监管政策一改变，对于铜的价格就会产生无比巨大的影响。假设中资银行过两年也开始玩这套东西，大家就记住一点，它们推什么现货ETF你就买什么，钱变货，然后货锁定。这其实金融机构可以干，贸易行也可以干，贸易性融资，东西都是锁定的。所以那个时候你去青岛港也好，天津港也好，上海港也好，会发现很多的货物其实已经背书给银行了。换句话说，只要它前面的融资链条不断，这个货物是不会出来的，这就叫金融化。各个环节的金融化改变了我们传统的供应和需求，增加了投机性需求、融资性需求、套利新需求，把需求曲线推高。而且它是双向的，推高需求的同时会减少供给，因为这批货是不往市场上出的。过度金融化在当年其实影响很大。

人民币升值预期开始逐渐消退以后，市场开始陆续回归常态，所以我当年给了商品一个什么框架呢？我说如果这些东西都不带，会出现一个什么情况？我在图中的纵坐标上画了一个方框，有人说付总你画这个方框是不是说波动率就是在这个范围内，我说别那么较真，我画这个方框的意思是告诉你未来很长一段时间商品会陷入到低波动率状态。他们问原因呢？我说很简单，首先，去杠杆一完成，商品就将回归传统的供应和需求，也就是全球总需求意外的大幅度扩张空间是不存在的。供给的收缩、价格的变动带动了区间的波动，这更像是2000年以前的大宗商品世界：第一，基本面更重要；第二，供应的研究更重要；第三，不要再想着有这种情况出现了。大家也就可以理解为什么各大投行削减了它们的大宗商品部门和团队，因为这种情况下波动率会非常低，收益会变得非常少，不能说绝对少，只能说相对少，那么金融机构就会削减它的比重。

商品之王：铜和原油为背景来看看商品之路

商品的核心是供应和需求，但对于需求里面应该包含其金融性需求，而金融杠杆则是金融需求来源的核心。



我们在判断未来的时候很简单，主要就看以下几个问题：有没有可以替代中国经济增长和加杠杆的地方出现，欧美有没有可以加杠杆的地方出现，欧美的金融监管会不会在大宗商品领域再次放开？这些问题都要问问自己，如果没有，你对于大部分商品就有了一个框架的定性。当然，越小的品种，供给收缩或者说资本介入以后，浮动可能会越大，这属于额外情况，比如说从当年最早的泛亚的铟开始，小品种经常会被这么炒，所以这个东西不在我们的大类资产框架中间，这个一定要清楚。

以上就是课程的所有内容，非常感谢大家，谢谢。

- E N D -

戳此学习付鹏的<大类资产框架手册>

30节课搭建你的大类资产投研框架

