

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<jwzhujiao8>

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，这几年的钯是俄国人自己在炒，切尔西足球俱乐部的老板和诺里尔斯克镍业（Norilsk Nickel）共同出资成立了一个全球钯基金。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。

正负化差价 03/04/2000
CL1 Comdty 168.33
LME/LMEZ Comdty 25.04

2003年中型铜带
2004年铂族金属带
2005年钯带
2006年铂带
2007年钯带
2008年钯带
2009年钯带
2010年钯带
2011年钯带
2012年钯带
2013年钯带
2014年钯带
2015年钯带
2016年钯带
2017年钯带
2018年钯带
2019年钯带
2020年钯带
2021年钯带
2022年钯带
2023年钯带
2024年钯带
2025年钯带
2026年钯带
2027年钯带
2028年钯带
2029年钯带
2030年钯带
2031年钯带
2032年钯带
2033年钯带
2034年钯带
2035年钯带
2036年钯带
2037年钯带
2038年钯带
2039年钯带
2040年钯带
2041年钯带
2042年钯带
2043年钯带
2044年钯带
2045年钯带
2046年钯带
2047年钯带
2048年钯带
2049年钯带
2050年钯带
2051年钯带
2052年钯带
2053年钯带
2054年钯带
2055年钯带
2056年钯带
2057年钯带
2058年钯带
2059年钯带
2060年钯带
2061年钯带
2062年钯带
2063年钯带
2064年钯带
2065年钯带
2066年钯带
2067年钯带
2068年钯带
2069年钯带
2070年钯带
2071年钯带
2072年钯带
2073年钯带
2074年钯带
2075年钯带
2076年钯带
2077年钯带
2078年钯带
2079年钯带
2080年钯带
2081年钯带
2082年钯带
2083年钯带
2084年钯带
2085年钯带
2086年钯带
2087年钯带
2088年钯带
2089年钯带
2090年钯带
2091年钯带
2092年钯带
2093年钯带
2094年钯带
2095年钯带
2096年钯带
2097年钯带
2098年钯带
2099年钯带
2000年钯带
2001年钯带
2002年钯带
2003年钯带
2004年钯带
2005年钯带
2006年钯带
2007年钯带
2008年钯带
2009年钯带
2010年钯带
2011年钯带
2012年钯带
2013年钯带
2014年钯带
2015年钯带
2016年钯带
2017年钯带
2018年钯带
2019年钯带
2020年钯带
2021年钯带
2022年钯带
2023年钯带
2024年钯带
2025年钯带
2026年钯带
2027年钯带
2028年钯带
2029年钯带
2030年钯带
2031年钯带
2032年钯带
2033年钯带
2034年钯带
2035年钯带
2036年钯带
2037年钯带
2038年钯带
2039年钯带
2040年钯带
2041年钯带
2042年钯带
2043年钯带
2044年钯带
2045年钯带
2046年钯带
2047年钯带
2048年钯带
2049年钯带
2050年钯带
2051年钯带
2052年钯带
2053年钯带
2054年钯带
2055年钯带
2056年钯带
2057年钯带
2058年钯带
2059年钯带
2060年钯带
2061年钯带
2062年钯带
2063年钯带
2064年钯带
2065年钯带
2066年钯带
2067年钯带
2068年钯带
2069年钯带
2070年钯带
2071年钯带
2072年钯带
2073年钯带
2074年钯带
2075年钯带
2076年钯带
2077年钯带
2078年钯带
2079年钯带
2080年钯带
2081年钯带
2082年钯带
2083年钯带
2084年钯带
2085年钯带
2086年钯带
2087年钯带
2088年钯带
2089年钯带
2090年钯带
2091年钯带
2092年钯带
2093年钯带
2094年钯带
2095年钯带
2096年钯带
2097年钯带
2098年钯带
2099年钯带
2000年钯带
2001年钯带
2002年钯带
2003年钯带
2004年钯带
2005年钯带
2006年钯带
2007年钯带
2008年钯带
2009年钯带
2010年钯带
2011年钯带
2012年钯带
2013年钯带
2014年钯带
2015年钯带
2016年钯带
2017年钯带
2018年钯带
2019年钯带
2020年钯带
2021年钯带
2022年钯带
2023年钯带
2024年钯带
2025年钯带
2026年钯带
2027年钯带
2028年钯带
2029年钯带
2030年钯带
2031年钯带
2032年钯带
2033年钯带
2034年钯带
2035年钯带
2036年钯带
2037年钯带
2038年钯带
2039年钯带
2040年钯带
2041年钯带
2042年钯带
2043年钯带
2044年钯带
2045年钯带
2046年钯带
2047年钯带
2048年钯带
2049年钯带
2050年钯带
2051年钯带
2052年钯带
2053年钯带
2054年钯带
2055年钯带
2056年钯带
2057年钯带
2058年钯带
2059年钯带
2060年钯带
2061年钯带
2062年钯带
2063年钯带
2064年钯带
2065年钯带
2066年钯带
2067年钯带
2068年钯带
2069年钯带
2070年钯带
2071年钯带
2072年钯带
2073年钯带
2074年钯带
2075年钯带
2076年钯带
2077年钯带
2078年钯带
2079年钯带
2080年钯带
2081年钯带
2082年钯带
2083年钯带
2084年钯带
2085年钯带
2086年钯带
2087年钯带
2088年钯带
2089年钯带
2090年钯带
2091年钯带
2092年钯带
2093年钯带
2094年钯带
2095年钯带
2096年钯带
2097年钯带
2098年钯带
2099年钯带
2000年钯带
2001年钯带
2002年钯带
2003年钯带
2004年钯带
2005年钯带
2006年钯带
2007年钯带
2008年钯带
2009年钯带
2010年钯带
2011年钯带
2012年钯带
2013年钯带
2014年钯带
2015年钯带
2016年钯带
2017年钯带
2018年钯带
2019年钯带
2020年钯带
2021年钯带
2022年钯带
2023年钯带
2024年钯带
2025年钯带
2026年钯带
2027年钯带
2028年钯带
2029年钯带
2030年钯带
2031年钯带
2032年钯带
2033年钯带
2034年钯带
2035年钯带
2036年钯带
2037年钯带
2038年钯带
2039年钯带
2040年钯带
2041年钯带
2042年钯带
2043年钯带
2044年钯带
2045年钯带
2046年钯带
2047年钯带
2048年钯带
2049年钯带
2050年钯带
2051年钯带
2052年钯带
2053年钯带
2054年钯带
2055年钯带
2056年钯带
2057年钯带
2058年钯带
2059年钯带
2060年钯带
2061年钯带
2062年钯带
2063年钯带
2064年钯带
2065年钯带
2066年钯带
2067年钯带
2068年钯带
2069年钯带
2070年钯带
2071年钯带
2072年钯带
2073年钯带
2074年钯带
2075年钯带
2076年钯带
2077年钯带
2078年钯带
2079年钯带
2080年钯带
2081年钯带
2082年钯带
2083年钯带
2084年钯带
2085年钯带
2086年钯带
2087年钯带
2088年钯带
2089年钯带
2090年钯带
2091年钯带
2092年钯带
2093年钯带
2094年钯带
2095年钯带
2096年钯带
2097年钯带
2098年钯带
2099年钯带
2000年钯带
2001年钯带
2002年钯带
2003年钯带
2004年钯带
2005年钯带
2006年钯带
2007年钯带
2008年钯带
2009年钯带
2010年钯带
2011年钯带
2012年钯带
2013年钯带
2014年钯带
2015年钯带
2016年钯带
2017年钯带
2018年钯带
2019年钯带
2020年钯带
2021年钯带
2022年钯带
2023年钯带
2024年钯带
2025年钯带
2026年钯带
2027年钯带
2028年钯带
2029年钯带
2030年钯带
2031年钯带
2032年钯带
2033年钯带
2034年钯带
2035年钯带
2036年钯带
2037年钯带
2038年钯带
2039年钯带
2040年钯带
2041年钯带
2042年钯带
2043年钯带
2044年钯带
2045年钯带
2046年钯带
2047年钯带
2048年钯带
2049年钯带
2050年钯带
2051年钯带
2052年钯带
2053年钯带
2054年钯带
2055年钯带
2056年钯带
2057年钯带
2058年钯带
2059年钯带
2060年钯带
2061年钯带
2062年钯带
2063年钯带
2064年钯带
2065年钯带
2066年钯带
2067年钯带
2068年钯带
2069年钯带
2070年钯带
2071年钯带
2072年钯带
2073年钯带
2074年钯带
2075年钯带
2076年钯带
2077年钯带
2078年钯带
2079年钯带
2080年钯带
2081年钯带
2082年钯带
2083年钯带
2084年钯带
2085年钯带
2086年钯带
2087年钯带
2088年钯带
2089年钯带
2090年钯带
2091年钯带
2092年钯带
2093年钯带
2094年钯带
2095年钯带
2096年钯带
2097年钯带
2098年钯带
2099年钯带
2000年钯带
2001年钯带
2002年钯带
2003年钯带
2004年钯带
2005年钯带
2006年钯带
2007年钯带
2008年钯带
2009年钯带
2010年钯带
2011年钯带
2012年钯带
2013年钯带
2014年钯带
2015年钯带
2016年钯带
2017年钯带
2018年钯带
2019年钯带
2020年钯带
2021年钯带
2022年钯带
2023年钯带
2024年钯带
2025年钯带
2026年钯带
2027年钯带
2028年钯带
2029年钯带
2030年钯带
2031年钯带
2032年钯带
2033年钯带
2034年钯带
2035年钯带
2036年钯带
2037年钯带
2038年钯带
2039年钯带
2040年钯带
2041年钯带
2042年钯带
2043年钯带
2044年钯带
2045年钯带
2046年钯带
2047年钯带
2048年钯带
2049年钯带
2050年钯带
2051年钯带
2052年钯带
2053年钯带
2054年钯带
2055年钯带
2056年钯带
2057年钯带
2058年钯带
2059年钯带
2060年钯带
2061年钯带
2062年钯带
2063年钯带
2064年钯带
2065年钯带
2066年钯带
2067年钯带
2068年钯带
2069年钯带
2070年钯带
2071年钯带
2072年钯带
2073年钯带
2074年钯带
2075年钯带
2076年钯带
2077年钯带
2078年钯带
2079年钯带
2080年钯带
2081年钯带
2082年钯带
2083年钯带
2084年钯带
2085年钯带
2086年钯带
2087年钯带
2088年钯带
2089年钯带
2090年钯带
2091年钯带
2092年钯带
2093年钯带
2094年钯带
2095年钯带
2096年钯带
2097年钯带
2098年钯带
2099年钯带
2000年钯带
2001年钯带
2002年钯带
2003年钯带
2004年钯带
2005年钯带
2006年钯带
2007年钯带
2008年钯带
2009年钯带
2010年钯带
2011年钯带
2012年钯带
2013年钯带
2014年钯带
2015年钯带
2016年钯带
2017年钯带
2018年钯带
2019年钯带
2020年钯带
2021年钯带
2022年钯带
2023年钯带
2024年钯带
2025年钯带
2026年钯带
2027年钯带
2028年钯带
2029年钯带
2030年钯带
2031年钯带
2032年钯带
2033年钯带
2034年钯带
2035年钯带
2036年钯带
2037年钯带
2038年钯带
2039年钯带
20