

3.5 回溯全球总需求【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-07-02 11:34



添加大师课助教微信<jwzhujiào8>

加入课程训练营，一起搭建大类资产投研框架

3.5 回溯全球总需求

视频时长08分48秒，请在wifi环境下收看

本期提要

- 从需求和供给的角度研究商品

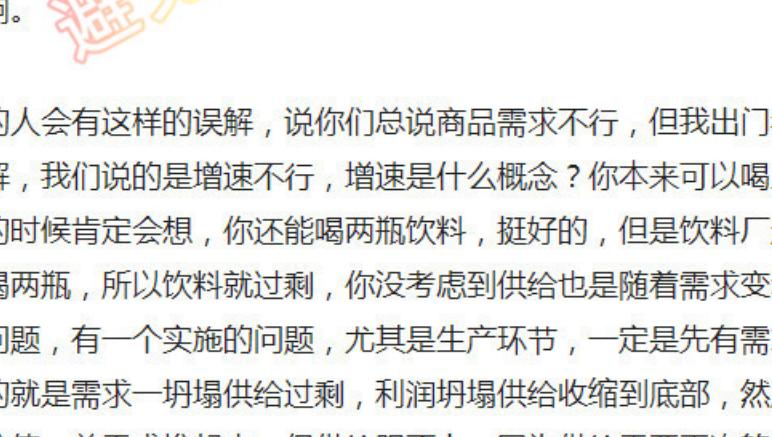
本期内容

关于商品曲线，过去几年我在带新人的时候给他们分享过很完整的案例，包括整个商品路径的演变，价格的演变，供应和需求的演变，以及投资者、投资结构的演变，在越大的商品领域，比如说原油、铜这些商品中间，这套手段越算得上教科书级别。当然，小品种不一定适用，切记一点。小品种经常会出现极端的，超过super backwardation（超级现货溢价）的corner risk，也就是挤仓、逼仓。

有人问我，铂钯的比价已经到这个水平了，能不能做交易？我说嘴上说我们可以做了，但实际不能。他问为啥？我说铂钯你要做就是多铂空钯，这个钯你咋空？空多少？你有货吗？如果你没有货，它虽然可能再跌，但是你买入的量足够大了以后，你随时可能成为corner risk的对手盘，因为你没有货。你不是那种有底气的，说我是一个做空者，我手上还有一堆货，如果是那样的话你想怎么玩就怎么玩。很多人以为钱就是这个市场上最牛的东西，如果这么理解的话你就不会明白，为什么江浙现在做商品做得很牛的这些基金，大部分都带着现货公司在玩。为什么？到了一定规模你就明白了。这就是看起来可以做的交易，但是原则上来讲你要配钯金的空头，钯金又是绝对性的垄断，你又没有任何的货物，corner risk又在挤仓你，怎么配？这就属于看得到但是大单又做不了的交易。很多时候我们说要选择体量大的去配，小的尽量不要去配的原因就在这。

下面这张图反映了全球原油消耗量的同比增速，它不是用于研究原油的，而是用于研究需求的。这张图其实非常有意思，为什么呢？为什么原油是大宗商品之王？通过这张总需求图，我们其实可以把过去宏观的路径反馈中所有事情看得很清楚，从1992年开始，到1997年、1998年亚洲四小龙的超速发展带来了原油总需求的扩张，之后亚洲金融危机爆发，一直到2002年中国真正意义上加入WTO，完成了那一轮的全球总需求的收缩，然后进入新一轮的扩张。

一个可以用于回溯检验全球总需求的数据



大家可以想想，大宗商品真正意义上爬出来这波大牛市，其实就是2002年之后的事情。在这中间发生了什么事情？1997年亚洲金融危机，1998年朱镕基总理供给侧改革，1998—2000年股市托高，大量的债转股，用股权化解债权融资，直到再一次的全球经济一体化的反馈，以中国为核心。

这一轮的总需求扩张到什么时候呢？高点是2004年6月，回归到均值是2006年年中，所以大家就明白为什么到2005年年终铜的价格就到顶了。全球总需求放缓但是油价暴涨，有人说是滞胀，不对，但是它很像，经济放缓的同时通胀大幅度拉高，放到我们的框架中是什么？经济增长的放缓等同于收入增速放缓，但是油价的大幅度抬升、利率的大幅度抬升使得负债的成本激增，在经济增长的末端过程中本来就已经存在着收入和债务之间的巨大差值，这个时候一旦负债成本抬升，总收入又跟不上，就会导致什么？某个点的债务一定会出事。只是说聪明一点的人，可能像《大空头》一样，很早就发现美国、英国当时的居民端基于房子的负债出了问题，差一点的，当你看到当时的贝尔斯登，或者再差一点，看到英国的北岩银行出问题，也该知道要出事了。总需求的放缓是领先于资产价格放缓的，导致收入增长不够。

正常来讲，流动性危机以后全球应该回到围绕均值波动的状态，但是图中出现了一个尖，这就是中国了，我们的总需求政策使得这张图上出现了一个尖。在那之后，2012年之后的大部分时间，全球经济的总需求没有异常的高低点，用我的话说就是保持增速稳定的增长。但是这还不够，大家千万不要以为商品总需求的变动就是说高增长还是低增长，或者说增长8%和增长4%有多大的区别，其实就是一个增速差，准确的说增速有一个斜率，所以应该一直是增长的，但是这个增速差是其中最大的问题。增速从百分之十几降到6%，总需求的变动会对当期的价格产生非常大的影响。

有的人会有这样的误解，说你们总说商品需求不行，但我出门看挺好的。这其实就是一个错误的理解，我们说的是增速不行，增速是什么概念？你本来可以喝三瓶饮料，现在只喝两瓶，你在观察的时候肯定会想，你还能喝两瓶饮料，挺好的，但是饮料厂还是按照三瓶四瓶供应的，你现在只喝两瓶，所以饮料就过剩，你没考虑到供给也是随着需求变动的。但是供需之间有一个产业链的问题，有一个实施的问题，尤其是生产环节，一定是先有需求后有供给，所以生产环节永远面临的就是需求一坍塌供给过剩，利润坍塌供给收缩到底部，然后供需寻找一个均衡点，耗着拉时间价值，总需求推起来，但供给跟不上，因为供给需要再次的投资，这个时候价格先上来，价格上来利润上来，利润上来投资增加，投资增加供给再跟上来，这就是一个完整的商品周期。

这张图其实也在告诉我们最近的情况，虽然最新的数据没有更新，但是基本上我们在图中的红框范围之内。换句话说，2012年之后研究商品不应该过多的关注需求端，包括这几年，大家应该更多的关注供给。当然，如果出现意外的需求的大幅度下滑，或者额外的政策，重心就要往需求端倾斜，否则的话市场就出现一个偏离，是什么呢？供给已经增加了，这时会有一些人认为需求也会往上跟，然后把价格给推高，于是就造成了供给明显扩张、利润明显增加的情况下价格还在往上涨，因为它给予了更高的需求预期，这个时候是一个很好的纠正机会。不出这种偏差，绝对的说会跌40%，或者绝对的说会涨40%这种交易其实应该少做，因为靠着需求去推动不会出现这么大的幅度。

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

