

3.1 大类资产中大宗商品的配置【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-06-26 17:24



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

3.1 大类资产中大宗商品的配置

视频时长11分09秒，请在wifi环境下收看

本期提要

- 将大宗商品看作一种配置的工具

本期内容

说实话我在国内的身份比较复杂，大家会发现我一边给金融机构做顾问，一边参与股权投资融资，我同时又是一些上市公司的二股东或者三股东，还有很多的投资公司和股权投资公司，也会做二级市场投资，非常复杂，但大部分人是从事商品中认识我的，觉得我以前就是做商品的。其实我想说大家的认知实际上是错的，准确的说，2009年以前我只接触过铜和原油，这两个东西是大类资产框架中最重要的商品。除此之外，我可以这么说，铁矿石长什么样，没见过，螺纹钢长什么样，好像见过，因为我并不是做真正意义上的商品起家的，跟达利欧不一样。

在海外的时候，准确的说，我是做大类资产的，而大类资产中我负责的更多的实际上是利率和汇率这一块。为什么回到国内以后我们开始做大宗商品？实际上大宗商品对于我们而言是一个工具，通过这个工具切入国内市场。对于大宗商品有我们自己的深刻理解，当然这其中很重要的一块来自之前我跟大家分享的所谓的世界观，就是对于债务和杠杆的监管制度。把它放到大宗商品世界中其实会衍生出额外的一部分认知，这部分认知在2009年到2012年、2013年非常关键，第一，可以帮你赚钱；第二，实际上也完善了当时对于商品体系的一个架构。很多老牌商品分析在那几年其实犯了一个非常大的错误，就是混淆了需求的概念。

准确的说，从2002年开始的这一轮商品的大牛市，中间牵涉的总需求的概念是复杂的。除了在经济正反馈循环中看到的正常的需求以外，由于金融监管和杠杆的放松，2002年开始全球各大类资产的浮动远超大家的想象。大家想想金融危机之前的原油价格，大概在2002年的时候油价也就二十多块钱，到后来的一百四十几，其实很多人是无法想象的。油价的抬升不是因为真的有那么多的刚性总需求，实际上我们去看能源的总需求结构的话，会发现代表着全球对于商品需求的原油的需求同比增速到2006年就已经停滞了，或者说那一轮全球经济一体化的共振的反馈到2006年就已经结束了。2006—2008年其实更多的是金融性行为导致了资产价格的过热。

这个过程中你对华尔街如何参与商品领域的理解就直接决定了你当年会不会犯那个错误。随着制度的改变，基于历史的认知已经不适应现实了，但是那个时候很多人没有意识到。中国实行4万亿计划之后，其实一开始商品的状态是反映中国用内需去托总需求。托是什么概念？外面减二，中国加三，理论上总数是加一。但是好像有些资产的反映不是加一，很多资产反映的是加五、加六，为什么？比如说铜的价格那个时候创新高，但很奇怪，原油没有创新高，甚至包括铝、铅、锌等很多商品都只是反映正常。有人会说这是因为不同商品的供应不同。实际上呢？大家还忽略了另一点，就是特殊需求的增量，这就是利率对于商品产生的一个巨大的影响。

2009—2012年，很多商品承载了一个套利的职能，主要是用于绕开中国资本项目下的监管。由于美元把基准利率提高到官方的2.5%，大家发现借贷美金已经成了一个赚钱的生意。中国又在逆周期的管理，又在刺激总需求，又在加金融杠杆，所有的一切都符合做全球大类套息交易的核心，也就是借贷美金转投人民币端资产。这也就是我们回国的根本原因，我在境外融资也好，借贷也好，无论通过什么途径搞到大量的美元，或者我原来就有的美元资产，我都把它融入到中国，转成人民币资产。这就是最大的交易，先解决负债问题，再寻找资产。进入到中国资产可以配置到很多地方，所以那个时候我的身份很复杂，2009年的时候我们投过上市公司的股权，到2010年、2011年，大概有4家上市公司陆续上市。换句话说，我又是一个股权投资者，那个时候所谓的股权交易市场，很多的挂牌、很多的第一张单子，都是我敲的。准确的说我们更多的是做投行业务，但并不是奔着那个业务去的，是因为先有了低负债才有了资产。

这样做完之后我需要更多的资金进来。当时北京的房价很便宜，一万七千五，上海的房价当时也就两万多一点、三万，它们都是人民币计价资产。中美两国的利差导致一定是低息的开始流入高息的，人民币又是单边升值，每年3%的升值，借贷成本只有百分之二点几，这个时候大家会发现一个问题，实际的借贷成本是负的，换句话说，只要借到美金就已经赚钱了。我们之前讲过资产价格是由什么决定的？当资产价格偏离了价值部分的时候，它就是由你的对手盘的负债决定的。那么一万多块钱、两万多块钱的房价，那么便宜的股权，甚至包括当时的股票，这些便宜的东西拿过来，只要对手盘在未来的某个时间点能加上杠杆，我就可以完成换手。中国居民端的杠杆率当时又比较低，因为主要杠杆是加在政府部门，居民部门的杠杆又处在慢慢抬升的过程中，换句话说我们可以完美的实现所谓的整个套息，甚至到退出的路径。

这中间负债的载体就是当年的商品，铜、铝、铅、锌、大豆、棕榈油，只要是可以快速的变现、易保存的商品，大部分都用于融资。所以那几年，上海也好，北京也好，天津也好，青岛也好，大部分的人明白过来以后在做的就是大宗商品贸易融资。看似是在做商品，本质上实现的是全球的套息交易，这就是我们说基于大去做小，它改变商品了供应和需求。当年商品的需求部分，其实是来自于金融性需求。商品的供需并不仅仅是大家传统中理解的供应和需求，金融资本的力量是可以改变供应和需求的，它具有仓储的行为，它具有质押融资的行为，它可以逆季节、逆周期，实际上一切都是由资本决定的。所以那几年你会发现国内的商品圈开始慢慢的重视宏观经济的研究，其实说到底他们并不是特别清楚宏观到底怎么作用于商品，只是在写报告的时候前面都得上加一段描述宏观怎么样，商品怎么样的话。

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

