

3.8 油价——重要的全球调节器（2）【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-07-05 10:52



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资框架

3.8 油价——重要的全球调节器（2）

视频时长12分23秒，请在wifi环境下收看

本期提要

- 两张图看懂通胀的正循环及循环逆转

本期内容

2013年、2014年我亲自到澳洲、新西兰去调研，这几年基本每隔一段时间我就会过去，甚至还在那边持有了一些资产。最初的调研从矿业繁荣衰退开始，但我更关注的已经不是矿业繁荣了，而是如果这个潮水退去，之前由虚假性的需求推高的本币资产就将成为大问题。如果大家去澳洲审慎监管局的博物馆看一看澳洲的历史，会发现100年间发生了4次危机，每一次都是由经常项目反馈到房地产。

有些事情你说是意料之外的吗？2014年的时候我就说，未来几年澳大利亚最大的问题一定是它的房地产，新西兰最大的问题一定是它的房地产，后面的收缩移民、限制中国人买房都是意料之内的，为什么呢？别忘了我之前讲的，资产价格的上涨跟收入脱离之后就会造成严重的贫富差距，贫富差距会催生国内阶层之间的矛盾，进而导致新的执政党收缩移民政策，这不需要预测，因为它在过去每一个繁荣衰退周期都是这么演的。

当时大家看到的大概是这样的一个状态，澳元和纽元虚高中还有一部分套息，为什么呢？这两个国家处在整个循环的末端，利率水平不亚于新兴市场，而且当时的日元也好，美金也好，利息成本太低，所以大量的人在套息。

单纯的讲，没有人会去空澳币，为什么呢？利差太大。一边是高息货币，一边是低息资金，你怎么可能去空一个高息本币呢？如果再加上交易商的因素，很多人会觉得空高息的成本会很高，就像很多人给我留言说，付总你总是看空澳币，那么高的利息，天天空澳币的话利息成本会很高的。

我说你这个话在2016年以前是对的，但是到了2016年之后利率开始倒挂，也就是简单讲汇率上面的本币远期已经走平了，哪来的利差？他说不对，我交易的还有利差。我一看，我说哦，你这个是被交易商赚走了，交易商知道给你设定的就是隔夜拆借利息很高，就是想让你天天做短线交易。

我说我们交易的是期权、期货，很简单，远期曲线一平我就没有成本了。我的时间成本体现在移仓成本上，但是对于你来讲，你交易的是即期，你的时间成本是向经纪商的拆借，所以人家给你的利息很高，吃亏的当然是你，所以你永远不愿意去做这种空高息的本币。

这就会造成什么呢？在高息本币开跌的过程中，真正赚钱的是对赌盘，为什么呢？大部分人永远喜欢做多高息，很简单，你亏的就是我挣的，你还付我利息，挺好。当然这都是一些小秘密了，但是原则上来讲就是这样的一个反馈过程。

这里大家记住一点，影响大类资产变盘点的是负债的变动，当资产价格推高到一定程度，影响我们的并不是资产，而是负债。很多人总是以为做投资决策就是判断这个资产价格的涨和跌，之后做出资金的调整，这是不对的。真正的大类资产配置决策者首先考虑的问题一定是负债，我做任何生意的第一件事情就是确定我的负债在哪，足不够便宜，负债成本变动之后我应该如何去调整我的资产？也就是说资产价格后面的上涨和下跌是负债调整的结果，而不是原因，很多人弄错了这一点。

当高油价发生变动的时候，资产价格已经被推高处在高位，利差开始收缩，2014年在股市上涨的过程中，中国的货币政策是什么？降息，当时出现了第一次的股债双牛。大家想明白了吗？作为本币的人民币降息的话意味着什么？意味着人民币本币的融资成本在下降，那么不能够融到美元的人他会怎么做？当他看到资产价格翻了几倍、心里极痒的时候，他想干什么？他想加杠杆了。降息会促使他干什么？增加借贷，增加杠杆。

所以大家会发现一个很奇特的现象，这个时候只要开始降息，你的资产和杠杆一定会增加上去。不是说因为经济下降了所以降息了，或者因为通胀的压力不大了所以降息了，咱们这个通胀、通缩跟房价和资产价格没有关系，换句话说，人民币负债这个时候可以替换资产了。

持有资产的人是谁？有人说这会不会太极端？我说可能，但我们假设现在持有资产的人是像我这样的人，大量的借贷了美元，持有了低价的资产，现在价格涨到高位了，我要做什么呢？换手，我的资产要抛出去。

在2014年油价下跌的过程中美国是怎么做的？加息，当时大家都在逆周期，虽然油价下跌，但是美国不看油价，看核心通胀。结果你发现美国经济结构调整过来，油价跟核心通胀之间的关系就不明显了，换句话说，内生性动力带来的薪资和通胀上涨的压力开始产生了，美国开始加息了。

结果是什么呢？油价下跌使得新兴市场本币的负债利率水平下降，刺激本币负债，但是美联储开始收紧的结果是我海外负债的成本增加，这时我应该抛售已经获利的资产，去偿还我的美元负债，也就是换句话说我需要抛售资产去完成换手，我的资产一定要有人买。

但是8块钱的资产跟800块钱的资产对于买家来说最大的要求是什么？杠杆和负债。10年前8块钱的资产，假设每年收入增长1块，理论上讲10年后它能借到多少的资产？18块。但是现在资产价格是800块钱，我需要它能够借贷剩下的886块钱。降息带来的结果就是加杠杆，而且这个杠杆不是加在实体经济中，一定是加在资产上面。你的杠杆将转化成我的收益，我的收益将转化成资本外流。

大家可以做一个简单的公式，你的外汇储备降低了多少，你的资本流出了多少，对应的应该就是你的本币债务增加了多少，这就是换手。在这个过程中，油价其实真正的起到了关键的作用。

油价-重要的全球调节器

当循环开始调转——历次危机的波动都以原油波动为首当其冲



随着能源价格变动，美联储逆周期收紧，你会发现图中的资本流向开始倒过来，套利资金开始流出。很简单，这时新兴市场国内就面临着股市压力、楼市压力、本币压力，所有债务将转化成本币负债，我们以后考虑更多的就是本币债务的压力了，也就是居民的时间价值被掏走了，应该这么讲。

然后澳大利亚和新西兰就面临着新兴市场国家繁荣衰退的过程中还有套利资本流出，这也是为什么在2012年我第一次写澳洲，到2014年我们非常确认的去干澳大利亚和新西兰。当套利资本开始流出，当中国或者说新兴市场作为它的真正总需求方也减弱的话，它将面临资本项目下不足，经常项目下不足，而资产价格处在高位。

奥克兰的房价已经跌了25%了，悉尼、墨尔本等地的房价也开始由涨转跌，流动性在收缩。其实大家看到的这些反馈都是在预料之内的，这些原材料国的本币与楼市跟新兴市场一样，都将承压。

所以油价的波动非常有意思，油价暴涨暴跌的时候几乎都没有什么好事。2017年年底，我第一次给各家公募基金做每季度展望的时候，我跟他们说我很少聊美股，但是现在这个时间点我给你们一个条件，长短端利差掉到15个BP以内，美债收益率上升到3%，我就会开始给我持有的美股ETF买保险。

其实我想尽量避免像一个大散户一样直接说看涨看跌，更多的想说的是，当油价上涨带动利率抬升逼近临界值的时候，我应该会感知到可能到来的风险。有人说可能不等于一定，但我们交易的什么东西是一定的？这个时候你应该开始以一种防御性的姿态进入这个市场，其实包括到现在为止，我们向美国证券市场表明态度非常明确，防御性姿态。很简单，我不会单一的持有美国的多头，我一定会根据时间和节奏不停的增加我的保险，因为我的防风险是基于利率来判断的，这就是原因。

油价的每一次暴涨暴跌都一样，去年油价暴跌，通缩一下来，新兴市场债务问题爆发，所以每一轮油价的周期性波动，带来的都是波动率的波动，大家也就可以理解前面的那张图，能源和利率的波动率会向所有的汇率和权益波动率传递，这种传递其实是全球资本流动的关键。

这个案例是我们亲身经历的，但原则上讲，为什么我们能够有这么深的感悟？要感谢索罗斯先生在1997年做出的所有努力，没有他的经历，我们不会有这么深刻的理解。这不是我们独创的东西，是历史，是索罗斯经历过的事情在告诉我们为什么要这么干，方法论是什么？这就是站在巨人肩膀上去做事情，并不是说我们在当时多么聪明所以发现了这个东西，不是的。

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资框架

