

3.2 商品的周期与商品之王【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-06-27 11:51



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

3.2 商品的周期与商品之王

视频时长11分08秒，请在wifi环境下收看

本期提要

- 十年大宗繁荣的核心金融杠杆化
- 铜和原油为背景来看看商品之路

本期内容

本质上来讲，其实看看当年美国的路径，也就是当年美国放开金融监管，允许资本涉足大宗商品领域，我们就可以看到金融的力量，也就是宏观经济的要素，是怎么影响到每一环的商品的。

这是一张很重要的图，它反映了美联储前主席格林斯潘放开金融监管、允许金融机构涉足大宗商品以后，华尔街的FICC部门对于整个商品产业链的实质性的影响。

十年大宗繁荣的核心金融杠杆化

从产业链到金融衍生产品



其实单看其中的任何一项都是简单的金融业务，存、贷、投、汇、融。你需要挖矿了，你需要融资了，你需要买卖了，你需要仓储了，我给你提供金融便利，表面上看这只是金融繁荣，但是它改变了供应和需求，甚至价格和季节性结构。所以说资本对于有些事情来讲是有好处的，但是同样也有坏处。

为什么很多做传统的基本面研究的人不得不去忽略短期甚至中期的价格波动，原因就在于资本的行为对价格的影响很大。比如说简单的看供应、看库存，你会发现它们和绝对价格之间并没有什么特别直接的关系。比如铜，铜的库存中存在影子库存，就是它不体现在交易所的库存中，因为它可以大量的质押融资，所以我想让你看见库存我就可以把它腾挪一下，我不想让你看见库存拉出来就好了，它又放不坏。

在融资成本极其低廉的情况下，对于我来讲，如果你在结构上提供的收益，也就是时间价值，远超我的资金成本的话，我完全可以玩仓储游戏。利率怎么影响商品？通过仓储。很简单，利率抬升的时候就没有人玩仓储游戏了，货物自然而然开始变成显性，对于价格的压力就开始出现了。

所以差不多到2013年、2014年，金融监管开始收紧，人民币升值的预期打消之后，所谓大宗商品的熊市就开始了。当然也可以解释成整个经济在去杠杆，各个部门都在去杠杆，所以导致需求下滑。

这句话怎么解释？其实这张图已经表现得很清楚了。假设一个矿产公司，从勘探、开采、投资、生产、经营，到加工、冶炼、销售、仓储、物流、贸易，每个环节资本都可以发挥较大的作用，但是这里面很关键的一点在于，正是金融监管的放松使得资本可以涉足这部分业务，倒过来也一样，如果金融监管收紧的话，结果是什么？实际上大家会注意到，到现在为止华尔街的投行几乎全部撤出了大宗商品领域，华尔街的投行为什么要撤出？波动率低是一方面，另外一方面，2008年金融危机之后金融监管收紧，到后来《多德-弗兰克法案》的出台，于是资本开始从这些领域中撤出来，导致商品的波动率下降，商品的大周期也就随即结束了。

下面这张图是2014年、2015年做的，是为了配合当时写的那篇《十年大宗背后那些不为人知的故事》。我在那篇文章中很清晰的跟大家分析了中国大宗商品领域最赚钱的十年，也就是2002—2012年。

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。



大家现在看到的大宗商品领域中的无论是行业里的领头羊，还是很多做交易的人，这些人大概可以分成三拨，第一拨应该是2000—2012年受益的人，但是这拨人基本上在2008年金融危机的过程中就都转向了实体，换句话说，2002—2008年中国做商品的成功者基本上在2008年利用流动性的断崖暴跌完成了虚实转换，开始大量涉足生产加工冶炼环节。

第二拨人差不多是在2009年、2010年崛起的，受益于中国的4万亿计划，大家现在熟知的商品领域的大佬们，大部分是受益于这个阶段。第三拨，也算不上第三拨，应该说还是同样一拨人，在2012年之后也是相对受益的。

从全球的路径来看确实也是这样的一个过程。2000年之前其实大宗商品的波动率并不高，换句话说，那个时候大宗商品的交易员还站不到华尔街的台子上去，就是还是很小众的领域，但是它的比重增加更多的是从2000年开始的。而2000—2002年正好赶上美国金融系统松绑，所以相当于我们产生了三层需求，真实的需求、投资性的需求和投机性的需求，所有东西都具备，于是大宗商品的资产价格开始进入膨胀模式。

这个过程中形成了正式的反馈，其中一些微观领域是值得关注的，比如铜。铜的供应链比较短，供应周期比较短，所以大家会发现当真实的总需求推不动的时候，铜的价格其实就到顶了，如果回过头去看当时铜的价格，大家会发现从2005年6月到2008年金融危机，国际市场上铜的价格再也没有创出新高。

换句话说，2005—2008年，如果去做铜的交易你会非常难，高位波动率非常大，但如果做多原油、做多中国的股市都是可以的，为什么？其实很简单，那个时候铜就是一个商品，它的金融属性远不如2011年、2012年的时候强。

换句话说，如果总需求推不动就代表着商品部分已经结束了。之后铜的价格走势跟经济是吻合的，但是谁告诉你经济跟资产价格就一定是相关的？换句话说后来原油价格的暴涨，A股价格的暴涨，一定跟经济有关系吗？回过头去看数据大家会发现，当经济的实体投资回报率到一个极值以后，加杠杆和负债带动的资产反倒会涨得很快。

原油具有它的特殊性，因为在传统商品的供应和需求决定价格的过程中，原油的寡头垄断导致供给曲线对价格的作用要远大于需求曲线，而且原油的需求是非常难以划分的。作为对冲基金来讲，又不是真正干下游的，不可能像英国石油BP一样，养300个研究员把下游全都研究了。

我有几个朋友想单独做一个原油的交易团队，我说可以，但是我能够教给你们的就是别去看需求。我去新加坡参观BP，300多人一起做年鉴。说句实在话，依托BP所有现货贸易和所有数据做成的那本年鉴，哪一个基金做得到？做不了的。更何况你能做得多精确？拿着二手数据、二手数据、四手数据去做，能有多精确？BP依托着自己的航运、单证、贸易流生成了预估数据，它还不敢说100%对，你又有多大的能力去做？

所以很简单，我们必须在能源中简化，把需求这个部分看成一个常态，我们更多关注的，或者说我们要去捕捉的，是供给端的变动。这套方法其实在原油从寡头垄断走向真正市场经济之前都是管用的，所以我跟大家分享原油的时候几乎不会去聊需求端的变动，都是看供给端的。

如果让我总结后面那波波涛汹涌的油价，我觉得它就是供给加上资本变动的一个结果，但是大家同样要知道，原油价格过了边际值以后会对利率造成影响，利率会对负债造成影响。说句不好听的，油价的暴涨就是2008年金融危机爆发的一个重要原因。大类资产中为什么原油需要单列？因为它的意外变动会直接影响利率市场的变动，进而影响债务和杠杆的平衡。所以大家记住一点，原油价格暴涨暴跌的时候宏观上几乎不会有啥好事。

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

