

### 分析师 1:

喂喂喂，有声儿吧。亮是红的。喂喂，好，OK，行，那个非常高兴那个给大家这个分享第二天的这个咱们这个这是叫培训还是叫啥？叫培训框架是吧？对，就是那个反正今天那个也不容易，咱北京也下雨，像我这个。来的时候还淋了一点，能看到的，不影响咱们讲这个，这个东西，就是。然后，但是，但是我这么一说，你们就感觉，好像这人是不是没有车，是吧？这个，就混的确实一般。但是没关系，那我们做转债的，一般混的来说都非常一般。这个，这个为什么是第二天来讲？

刚才我还看了一下，这个第二，因为上来的时候看了一下第二天讲什么，第一天讲什么，但昨天有很多朋友已经听了第一天了，对吧？第二天人就会少一些，因为第二，但是，其实咱们第二天讲的这些个东西，包括第一场还有最后一场都是我，对吧？第二天讲的这些个东西才是你这个如果这时候咱们没听，后面就可能这辈子都听不着的这种东西，为啥？因为没有必要，因为这个相对来说偏冷门一些，包括我们咱们转债为什么混的都一般，偏冷门的这么一个领域，所以其实一定会包含包含大家对于这种因为冷门领域，跟这种他们这种主流领域还是不太一样的，对吧？

比如说这个肯定会有一些误解，所以今天希望能够这个用这个，今天是一个小时是吧？我的时间是一个小时，跟大家这个稍微过一过哪些个东西能理解的来说的话，不太容易理解对吧？比如说昨天应该咱们应该是有这个宏观利率有这个信用，然后各个各个品类对吧？但是其实你们听，这个研究来研究去，他们就在研究谁能还钱谁不还。这多么腐朽的一种借钱的观念？对吧？这个就是按我们现在话说叫窄了，对吧？因为这个，咱们转债其实是不太一样的，因为但是我能理解，就是他们做这个纯债的，无论你是信用债，你是哪个哪个哪样的一个品类吧，其实你到最后借钱，就是既然钱借出去债务，对吧？

你都是借给一个某种机构，我们转债可能想法就不太一样，然后就当这钱借给了朋友，所以就是。交个朋友，对不对？所以就是说，不知道大家有没有这种心理上的这种感受？就是说这个也是大家第一个可能大家如果做转债和做其他东西需要拧过来的一个东西。就是如果比如说咱们借钱借给朋友的话，是不是第一反应就是说，或者说你在借这个钱之前，咱们是不是心理上已经做了一个建设，就是这钱哪怕最后我不要了也就不要了。一般是这样，要比如说朋友，比如说买房子呀，什么这个家里救急呀什么的，你评估的其实一般来说不是他的这种，不是他家底儿还有多少钱，他买这房子最后不行抵给我了还是怎么着的，他这个评估的不是这个东西，评估的是。

就也不是评估，就是你得你得把这个钱借出去了，对吧？所以其实心里边是觉得这个钱不还也就不还。那，但是，对，但是有一天，这哥们儿要是发达了，是吧？但是，我天，这个还有现场这个画面吓我一跳，这哥们儿要是发达了，对吧？这不要忘了我们往日的恩情，这个就是我自己的这种心态，但实际上，这种心态就是转，就是这个典型的做转债的人这种心态。所以这个转债，和正常的信用债、利率债都不太一样，转债是一种再融资工具，就是在我国境内转债的定义是一个上市公司的再融资工具。

实际上它正常来讲的话是和定增、配股这些个东西属于并列的这种事件。所以你它本来发的目的是为了最后有朝一日能够完成转股，而只不过先以债券的形式发出来，等，等最后他发达了，你转股了，对吧？相当于就是你支持朋友去创个业，对吧？那如果没发达的话，这钱还给你。所以其实，这个，最终你是希望他能还钱，还是为什么说他们这个狭隘？因为你

是希望他还钱，还是，还你一份虔诚？当然是后者对吧？当然是这个就是说，还是希望朋友能过得好呀。

上市公司最后都上市了，最后这个，分你个一官半职的，还是分你个这个，分你点这个股份什么的乱七八糟的所以其实这个想法是一样的，就是我们希望上市公司最好是能够完成转股，上市公司当然也希望自己能够完成转股，它就再融资就完成了，对吧？那我们投资者，他如果转了股，他一定是没少涨，你才能转股，对吧？就否则的话我们就要债了，所以其实我们投资者和发行人之间的利益是完完全是，这个至少在转债这件事情上来说的话是一致的，对吧？

别的时候，我觉得转债的这个时候，我们和发行人之间的利益是基本一致的，所以其实，我们做转债有首先要有一个非常不一样的一个这个和惯性不太一样的一个东西，就是我们要拿这个东西当做一个大概率，或者你自己心里边大概率的一个剧本不是偿还，偿还来说，如果万一比如说你买张转债，最后他还钱了，这是一个非常差的一个结局了。所以就是说，如果有的人比如说买转债的时候，一开始我就先过一遍风控，先过一遍这个信评，琢磨半天，我这个东西到底能不能还，这从起点。

那么我可以说公司有这样的，你比如说你所在的投资机构，对吧？有这样的规定，有这样的流程，那咱们把规规定走，把流程走了，但是如果你以这个为这个思考的一个前提，一定是错了的，就是一定是，不是一定就是至少在我的这个我们正常这个这些年的转债的这个分析的框架里面，出发点是错的，这个一会儿咱们再细讲为什么是错了的，首先就给大家这个留这么一个印象，在做正式讲后面的东西之前，大伙可以先。先做一个这个心理上有一个心理测试，给大家留这个先做一个问卷，你也可以看看，我们现场有一位同事，就是说我们这个假设这个一会儿我们说的是一个能够中奖的一个号码，我们给大家四个号码，一个是 a 是三十一，b 是三十七。

C 是四十一，D 是四十三，大家选择一个作为自己的这个所谓的中奖号码，这个。选择你认为你最有可能赚到钱的这么一个号码，然后最后我们讲完的时候会公布这个答案，看大家到底适不适合去做转债，心里有个数就行了。然后我们开始这个刚才刚才叨叨叨这一通，这个我们还是先看一下转债这个基本一个条款大概会是什么样子，但是这个图其实。有没有二十年没更新了？因为它没变，它就这样对吧？这个我就稍微说一说，这个转债细分细分来说的话分为这五种，五种这个最基础的条款就是债底、转股、赎回、回售和下修这五种那个最基本的条款。

那这个，别看不起我们转债，我们转债也有债底，对吧？也有票息甚至对吧？但是为什么这个，而我不去特别细的去讲？因为不重要，债底比如说债底就是说多少多长时间之后还本付息，然后这个。这个每年的票息是多少钱？这个和正常的一个债的这个要求是一样的。然后这个在偿还上，一一般来说的话也没有什么和债券相比有什么优先劣后什么的，以前可能有时候有，现在和和债券就是同等级的那么一个债券，所以这个不重要，就不细讲了。这不重要到什么地步？

就是比如说票息这个东西，这个可能不高不高，兴定说历史上是有发行人忘了付息的。而投资者也没有注意到这个发行人忘了付息，直到有一个投资者说：“是不是过日子了？”这个历史上是出现过这个。这个这样的情况，所以有多有多不重要，大家知道。但是这个稍

微补充一点，就是有的时候你看这个上市公司的年报还有半年报的时候，有人说，上市公司我们今年利润，这个比预期稍微低一点，然后有这个发的公告，公告里边有一条是说，比如说你能看正常的转债票息头一年多少钱。

比如说像这个案例里面，这个转债它票息头一年零点二，然后上市公司发的年报说我们今年利润不达预期，不达预期的原因一二三四，其中第三条是由于发行了可转债提升了这个财务费用，所以导致这个利润比预期稍微这个低了一些。那你听觉得呀这公司是不是糊弄我，因为其实票息头一年才零点二，怎么可能因为这个财务费用导致上市公司的利润不达预期对吧？因为这点票息其实尤其前几年对吧，咱是阶梯票息，头头一年零点二，这至于耽误你啥事儿对吧？

这个是一个非常容易出现的一个知识小盲区，无论在座的朋友们你是作为发行人角度还是作为投资者的角度都有可能在这儿也稍微误会一点，因为在会计报表上就是当然我学会会计学的非常糟糕这个。这个后来主要学金工了，这个会计学的比较糟糕，但是这个有那么一种计算这个财务费用的方法，就在利润表上体现的是叫有一种方法叫做实际利率法，就是按照你这个这家公司正常借债的这个成本去给你算的转债在每年的这个财务费用，最后这个因为当然和这个就是这个现金流这个其实没太对上，对吧？

最后会在会计处理上也不怎么着给你折回来这个所以但是在转债存续期间，它确实会比咱们票息反映出来，比如说这家公司正常我在市场上借个债是四点五，在算利润表的时候，它不是按照零点二这个现金流的去算的，而是按照四点五去算的，因为你正常借个债的点五，转债作为一个债务就应该停留在你表上，虽然你占了便宜，但是你这个正常四点五，然后这个最后这个还了呀还是怎么样都给你最后给你折回来，所以其实在转债存续期间是很有可能出现这个这不是这个上市公司故意说。

给自己找找理由找借口是很有可能出现在这个财务报表上，在这个利润表上是有可能出现在这个利润低于预期，或者说好像出很意外的转债居然影响了这个利润表现。这个当然了，这个有没有什么妙用？自己想对吧，这个自己想吧。然后这个当然其实这个东西也不能完全的这个是这个自己这个上市公司自己就控制这个数字了，也要看这个就是说转债什么时候能够完成转股，这个会对利润等问题吧，随后的一些个问题可能会有一些微妙的影响。然后这个关于债底就说到这儿，然后转股转股其实当然能转股，转股价在初始的时候是固定的，后面也有可能调整，就一会儿讲大修，但是正常来说的话，比如说今天发的转债转股价就是比如说十块钱。

你比如这股价十块钱，一般来说转股价是多少钱？一般来说转股价基本就贴着股价走了。按照规定来说的话，转股价不得低于过去二十天的这个股价的这个均价。而上市公司一般是不愿意把转股价设的这个多高的。比如不能不能就是那是刚才说的那个东西是一个下限，那上市公司会不会往往往上定？比如说这股价十块，我转股价定一十五，很少有极少有上市公司会做这样的选择，因为它最后不是想转股，你现在股价十块，我定一二十，那股价得翻倍我才能转股。

投资者买不买先搁一回搁一边，你这个公司是不是转股有点难？所以就是有上市公司一般来说，没有那么大的必要给自己添这个麻烦。那个，如果你是听的话，那个咱们再听这个，这边的话就不是发生任何事情，就喝口水，然后这个。就是说，所以一般来说的话，就贴着当

前的这个股价设置的这个转股价。然后，当这个叫什么，这个转股的时候，比如说股价比如说不是十块了，十一了，十二了，这个时候我们就，你觉得，比如转股价十块，是你按照十块钱的价格去完成转股，就无论这个股价走到多少钱的话，你都可以按照十块钱的价格去这个完成转股。

这股价会变到十一、十二了，我这张转债转成股票能卖多少钱？算一下，十块钱的转股价，面值是一百，对吧？然后十块钱的转股价，一百除以十还等于十，也就是说这张转债固定的能转成十张股票，无论这张股票现在值多少钱，对吧？如果股票值现在比如说二级市场上已经股股价已经到了十一块钱、十二块钱了，你将转债转成股票卖出去，就干转成股票卖出去就能卖个一百一十，或者一百二十块钱，对吧？那这个，二级市场价格一般来说，比如说现在是股票涨到十一块钱了，转股价值是一百，也就是一百一十块钱，这是想给大家讲的一个概念叫做转债的平价，就世界和平的平，这个。

世界和平的平，然后这个其实就是转股价值，就是这张转债转成股票再卖出去值多少钱。但是一般情况下转债的价格就是平价对吧？平价就是这个这叫什么？就是它的其实是一种底价，因为那个二级市场上去转转债，因为它有时间价值，因为你这个转股权是可以执行也可以不执行对吧？它是一个期权，大家知道期权是有一点期权有一点这种所谓的时间价值的，所以在二级市场上基本上都会高于这个平价卖出去，高出平价的这个幅度我们叫平价溢价率。

在转债人的嘴里，如果他当时跟你说这个转债溢价率太高了还是溢价率太低了，他不指的是别的溢价率，就指的是我们所谓的平价溢价率。所以这个简单来说就比如说这片卖卖卖到一百二十块钱，就转债是一百二十块钱，转股价值是一百一十块钱，溢价这十块钱除以十一就是它的这个所谓的溢价率了。所以就是，一般情况下这个溢价率都是大于零，但这个指标本身有很多缺陷，那所以大家这个。还是非常常用来交流的，但是要知道溢价率本身的可比性是比较差的，一会儿再说这个具体再说这个问题，但是有没有可能溢价率是低于零的？

理论上不应该对吧？就是时间价值，就是你可以执行这个，也可以不执行。那这个怎么可能出现就是说溢价率低于零的情况？因为其实溢价率低于零的话，你可以想到一种套利的一种方式，就是我买一张溢价率低于零，就意味着二级市场上买转债的价格是低于它当场转成股票的那个股票价格的，就股票那个价值的，对吧？那我们可以做一种操作，就是当你发现溢价率低于零的时候，买入转债，然后转成股票，再把股票卖出去，中间这个如果负溢价，比如说负百分之一的话，你也能瞬间套到这百分之一。

问题在哪？问题就在于我们今天买的股票。什么股票？这脑子还是不太清楚。这个，这个，上岁数了真是。讲到哪儿了？哦，转转股，转股套利，说你今天买的转债。今天买的转债，然后，这个今天可不可以转股？可以转，比如说你一百它转股价值是一百二十，你看到转债二级市场它卖一百一十七，中间差三块钱，你可以一百一十七块钱把这张转债买买到，然后这个你可以申请转股，当天就可以转股。但是这个股票是什么时候出现在你账户里面的？一般是今天晚上，就比如说无论我今天是几点买的这张转债，然后当天申请的转股，买完之后马上申请的转股，这个股票转完之后的这个股票是晚上，不知道某一个时间，但是如果比如大家可能系统不一定一样，不是某。

有一个时间会出悄悄的出现在你账户里边，特别可怕，是吧？所以你最早能什么时候把它卖掉？是第二天早上开盘集合竞价的时候把它卖掉。那从你买入的那个时间到这个就是第二天

早上集合竞价，或者在第二天早上开盘的这个风险是要自己承担的，除非比如说有人说我融券行不行？那也行，对吧？但实际上这个，但是正常来说的话我们这个。这种所谓的负溢价套利，所要承担的风险就是从你买入的时候到第二天开盘的时候的这个波动，这个正股价的波动，比如说第二天早上砸开一跌停，那咱这套利就失败了。

但是从原则上讲的话，负溢价套利长期来说的话是赚钱的还是赔钱的？有风险，但基本上是赚钱的，讲到这儿。然后我们讲讲其他的这种附加条款对吧？这个还是可以以这种，刚刚刚才说就是以这个我们借朋友钱的角度去理解一下这些个奇怪的条款。我先讲一下赎回，赎回是一个非常，就是这三大条款后面两个都可能不触发，赎回百分之九十的转债都会触发这个所谓的赎回条款，赎回条款指的是。这个但是这上面没写它具体的条款，这个是怎么写？

我就给大家伙背一个，就是这个赎回条款是在转股期之内，如果股价相比于转股价的百分之一百四，就是股股价在过去的十五个交易日，三十个交易日里面有十五个交易日高于转股价的百分之一百三十，则发行人可以以面值加应计利息利息的价格将这张转债赎回回去。那所以其实大家听起来的话，显显得非常的不地道对吧？因为这个有点像什么情景？就是然后股价涨得比较多，这个发行人就可以执行这样的一个就是所谓的这种赎回权，就相当于咱们这个比如说当年你借钱给这个朋友，就后来这个朋友他真发达了，后来他太发达了，他就跟你说这个呀人人生有不同的阶段对吧？

你看到我这个阶段，就不应该有你这样的朋友了，这个所以咱们今天恩断义绝，钱还给你对吧？所以听起来条款好好像是这个样子对吧？因为股价比如说。相比于转股价的一百，就是过去过去有三十个交易日里面有十五个交易日高于转股价的百分之一百三十，也就是说转平价水平在过去的三十天里面至少有十五天是保持在一百三十块钱以上的，当年发行的发行价是一百块钱，对吧？这个至少这个相比于转股价涨了百分之三十左右了，那就是一个所谓的朋友太发达的这种情况，对吧？

那，但是实际上，都哥们儿，那实际上，这个，没有那么无情，在大，这个听起来感觉就是面值加应计利息赎回，那才几个钱，对吧？就我当年图的不是你这利息，对吧？那才几个钱。所以这个条款一般在触发的时候，触发这个条款的时候，假设上市公司执行这次赎回，因为有不执行的有是吧？假设上市公司执行这个赎回条款，他会。没声儿是吧？那个离太远了就没声。这个，这个，我离它近一点。就是假设上市公司执行这个数，搞啥？逼死我。这个，我离开离开适度的距离是吧？

这个假设上市公司执行这个所谓的这个赎回条款，那一般是也会定一个叫做赎回登记日的日子，比如说今天是八月二十六号，一般赎回登记日咱们定一个月之后，比如九月二十六号。赎回登记日那天，有一个月之后了，那天依然登记在册的转债，转债，就那天依然登记在册的转债，不好意思，面值加应计利息赎回回去。那，在八月二十六号到九月二十六号之间你可以做什么事儿？我们所有人都可以做，转股卖出，转股卖出，或者你不卖，转转股就行，转转股票它不它不就不是转债了，它就不会在那一天，这个被换成面值加应计利息的这个那点钱，所以实际上赎回，基本上是推动投资者完成转股的这种事情，这个就推动投资者赶紧就完成转股，这转债咱们这个项目就到此为止，所以就这个。

所以其实，我们历史上百分之八十以上的转债都是以赎回结束，就是以这种提前赎回结束自己的生命。平均来讲的话，两两年半左右是转债的一个正常的一个存活期限。所以为什么

咱说票息不重要？就有人还琢磨它个这个债底、票息什么的，为什么你看看前两年票息多少钱。对吧？后面就主要是饼，咱票息这个东西它主要是后面这个就是后面高，前面是比较低的，所以就是这也是一种这种巧妙的设置对吧？所以就这个赎回就这个样子，但是现实当中，以前多数的上市公司在触发赎回条款的时候，马上就执行了，但是这两年会发现这个就是，不是这两年了，从二一年之后吧，有上市公司会发现赎回之后。

触发赎回之后，我可以等一等再这个再赎回，这里边背后有很多原因，有的时候比如说股东手里边还有转债，有的时候比如说他觉得这个比如说现在我就执行赎回的话会对股价，因为你集中转股，股价有稀释，好像这个咱也咱咱也没那么着急，有的时候比如说上，咱们赎回还是要交一些个备用金的，比如说有上有的有的这个投资者他就忘了这个转股了，他最后这个就转债可能真被赎回了，这样这种情况也有，你要交你要这个就是先备一笔钱，有的公司可能本来这个就是账上钱就现金这个东西就不多，这个备钱是比较费劲的，所以都反正有那么几种情况吧，就是说这个上市公司不执行赎回这种情况也有，这个但是一般情况下，我们这个要知道这个就至少我们就要知道一件事，就是触发赎回执行赎回的时候，我们要么你就把它转股，要么你就把它卖掉。

处理掉它，而不是说到最后等他还本付息，那你就亏了，你就亏大发了，对吧？尤其咱们公募基金的朋友们，你的净值是挂在网上的，对吧？你这每天挂在网上的，尤其尤其你比如说你转债基金或者是一二级债基，你波动比较小，突然嘣有一天跳下来了，那肯定是你忘了转股了，基本上咱说，这个有就是走走走，挺挺稳的一个净值，嘿，往下跳了一下，那基本上就是说忘忘了转股了，很这个很社死的那么一个那么这么一个事情，对吧？以及，就是如何去判断这家上市公司是不是会执行赎回条款，咱基本上咱说规律，一般来说。

投一小点的公司，投一次触发赎回的时候，执行的概率会偏低一些。大点的公司，比如说是市值，还有转债发行规模大一些的公司，更加倾向于更早执行赎回条款。但是这个东西到目前为止，就到二零二六年的今天是八月二十六号，我们的数据还不是那么的完善，只能说我们这有一定概率会触发赎回，有一定概率不执行那个会有一定概率不执行，那这个东西不可这个就是完全的听信，所以就是说赎回仍然是一个，除非他比如说已经公告了说不赎回了，对吧？

但是正常情况下赎回还是一个转债的一个软天花板，因为过了一百三它就有可能触发赎回，它就有可能就会告诉你停，我们的朋友就交到这儿，对吧？那这个往后看，然后回售回售的话是在这个简单说回售是怎么回事？回售是在这个最后的这个回售保护期之内，一般是本这个债券最后两年，股价如果在过去的三十个交易日。里面都低于转股价的百分之七十，则触发回售条款。这时候回售是投资者权利，这时候投资者可以以面值加应计利息的价格，或者有一个回售价，比如说可能一百零五、一百零七的这样的价格回售给上市公司。

也就是说这个翻译过来就是你这公司表现混的太次了，这个或者股价表现太差了，对吧？那我们就要以这个，我们这个投资者一个保护。那实际上为什么不细讲了，因为上市公司实际上触发回售或者以回售结束掉这张转债自己生命的，这个。情况非常少见，因为上市公司正常情况下不愿意，就是这不是一个上市公司愿意看到的一个结果，也不是投资者愿意看到的一个结果，所以就是大家可能都很嫌弃的那么一个条款，所以正常这个大家就知道就是这个为什么为为什么会躲避，因为。

你想吧，发一转债，你要是正常到期了，你还最起码知道，比如说我今年发一转债，这转债期限六年或者是五年，到期的时候就它是计划之内到期的，对吧？那就突然回售了，中间股价表现差，嘞突然回售了，那是一个计划之外的一个事情，对吧？首先第一意味着你这个再融资项目其实是相当于失败了，就是就以转股为目的来讲的话，你肯定是失败了。第二就是，这个突然还得需要点钱，这投资者来说的话，会不会很满意？这家公司你看我保护了自己的权益，我最后是回售了，这张转债那肯定也不都不多满意，因为其实这个没完成转股，没这个就是最好还是最后通过提前赎回来完成这个，就是这个获利了结是比较好的，对吧？

那这个所以回售我就不多讲了，因为确实执行的情况比较少，大伙都会尽可能去规避，规避的有很多种方式，比如说好好弄一弄业绩，对吧？好好把这个公司这个业务做好一点，这也行对吧？提振提振股价，你回售回购回购还是增持增持。是怎么样都可以。最后如果实在不行的话，还有一个办法，就是下修，就是最后说的这个情况下修。这个怎么理解？就是，比如说阿儿鲁把钱这个借给了朋友，对吧？咱有没有那种朋友，就是我有这种朋友，就是混特好，然后去这个华尔街了，然后就是这个金光璀璨的这种生活，对吧？

但是这波动也比较大，有可能混的混就又混的又不行了，这个你会发现混的好的时候我们联系不上这个，但混的好的时候回国了说呀就想你们这帮老哥们儿。其实是啥，对吧？就感觉他的人生阶段又改变了，看看你就觉得，我现在混的又不行了，这个业务做的又不好，又没钱了，是时候该交一交像你这样的朋友了，对吧？这个。就是下修，就是指的是这个股这个当股价表现也是比较差的时候，我们转股价一开始定的十块，我们可以向这上市公司有权去向下去调整转股价，那这个上市公司董事会可以提议向下去调整转股价，但是调整调整之后的转股价也不低于当前的股价，你比如说我一下我把平价直接一一下咱修到这个多少，把平价直接修到这个一百二可不可以？

不可以，对吧？股价不能就比如说修完了之后的转股价也不能低于当前的这个股价和过去二十天均价，那这个但是比如说就正常情况下是什么时候触发？比如说回收的时候，或者说很长很长一段时间股价都表现比较低迷，咱看着好像转股都非常困难的时候也有可能，还有以比如说有的时候股东又不满意对吧？也有可能会出现这种下修转股价这种情况，那这个上下下修转股价是发行人就上市公司的权利，也不是义务，它是权利。它可以向下调，这个，也可以不理你，对吧？

所以其实它是它的一个主动性的一个行为，所以其实，常见的就刚才我说那么几种情况，对吧？但是这，讲到这儿，我就想，提醒大家一下，就是经常会有这种，因为比如说你还在听这个，就有兴致听我们现在这个培训，那么对于转债来讲的话，肯定是可能，多数朋友们可能是头一回了解这个东西，那你可能在市面上会见到那么一种说法，就是我们这转债有很多策略，然后这个尤其是比如说某些投资者，我们转债有很多策略，有这个转股博弈的策略，有这个什么下，有什么双低策略，有什么这个，绝对收益策略，有什么这个弹性策略等等吧，希腊字母策略是乱七八糟，一会儿会讲，也没有什么高级的，我们转债是一个非常 low 的一个领域，那下修，它是一个作为一个对投资者有利的那么一个条款，对吧？

那这个。那这个就我们还有一种策略叫做条款博弈策略，我们就是这个就是博弈上市公司的下修，这个给大家带来带来的这个好处，因为转股价转股价下调，你本来比如说一张转债能转十股，你转股价下调了之后，那你不能转的股数就多了，对吧？那下下那个这个转的就多了。但是这个时候，这个对投资者当然是有利的，当然是挺好的。平均来讲的话，历史上我

算过，平均每一次下修公告那一天，转债正常要涨个头一天就有大概百分之二以上的这么一个回报，就二点多的那个平均的一个平均的一个正回报，是个好事儿。

但是这个东西对于咱们今天应该更多的是买方投资者对吧？这个对于这个投资账户，你的账户，你的组合来说，条款博弈是一个非常不重要的领域，但是一个非常容易大家把时间陷进去的这么一个领域，因为听着挺有意思，这条款博弈。还问下修？下修的目的，这几个，我能不能分析一下他下修的这几个目的，他有没有这样的东西还可以？然后我去上市公司去调一下研，我去核实一下，这个东西里边这个斗智斗勇的，好像非常有趣味，对吧？但是有趣儿搁一边儿，但是这个东西参与门槛真的非常低。

就是我说的这几种几种目的意味，比如说促转股呀，股东的利益，然后降低转股难度，规避回售什么的，这些东西大家都能听得懂。甚至我在很早年的时候有那种带着红领巾的学生都懂，这个参与的门槛是非常低的，以及，这个对于组合来讲的话，它毕竟是一个偶发的一个东西。它并没有什么特别大的用处，以及，再以及就是，多数咱们比如说考虑下修的公司，一般来说偏债性一些，常年来讲的话表现应该从动量上来讲的话是偏弱一些的公司，所以其实对于这个所谓条款博弈，如果你专门做转债，覆盖某一只券，尤其它已经是已经是一个债性券了，可以知道哦，这个是我们需要这个了解的这么一个部分，对吧？

那这个，如果你不没那么大兴趣的话，不要在下修条款博弈上去浪费时间，这个是，我最想提醒，哦，不，尤其是比如说你是可能刚刚毕业，咱去一家基金公司，然后领导分配你去做做转债，这本身就是一件很悲伤的事情了，因为。固收部门，你领导分配你去做转债，你跟我等等，这肯定是领导一眼觉得，呀这。就这人比较偏的这么一个情况对吧？比较这个这看看这个气质就比较偏门的那么一种情况，对吧？但是你如果还进来之后，咱们这个如果做转债的话，咱们正正经的这个有比较强的影响力的是关于关于转债的估值，关于转债的弹性，正股的弹性，而条款博弈，权当一个了解就可以了，不要在这上面浪费时间。

每次每年都有这种年轻的客户把自己的头两年时间都搭在这个条款博弈的研究上，最后很有意思，但是你也并没有那么多的回报。这个反正就不细说了，但是也有人说我能就找上市公司打听，就我天天打听。你不觉得这事儿违规吗？朋友，对吧？对，不合法，这个你想想，这，因为它对于转债是有明确的这种价格的这个影影影响力的，你天天找上市公司去打听，那其实跟打听内幕有什么区别？那没区别，这个不要这样。然后这个，所以其实刚才我也说了，这个这条款就是这个样子，那转债，那咱们正经的分析框架，这个也想这个就是比如说咱们从投资，就是从实战投资角度来讲的话，我也想今天肯定这个就是不会把这个所有东西都讲一遍，因为历史上这个写过的讲过的东西可能。

二多少了，反正都到不了著作等身吧，因为一米八好几，我对吧？这个但是有很多这个有很多细节的东西，但是我想今天把就是如果比如说咱们比如说不专业做转债，哦希望大家能够够用，如果你专业做转债，那我们也希望把今天把最基本的审美原则，就是说什么叫好什么叫不好的，是最基本的审美原则，希望在后面这个还有接近半半个小时的时间给大家稍微讲一讲，第首先咱咱做一个小小的一个案例的一个测试，就是说。假设我有两张转债，这个都有都是在最后一年到期，就是就还有一年的时间，为了简单还有一年的时间，两张转债都现在的价格都是一百一十元，现在它的平价都是一百元，现在到最后都以一百块钱还本付息，那这个条件能理解吧？

就是特别简单，就是一百一十块钱的转债它平价是一百，然后到期也是一百，最后剩余一年，两张这样的券。然后现在我有两个组合，一个是组合 A，一个是组合 B，我们先听一下这两个组合，组合 A。我们这两个股票都很好，就它的正股其实都很好，所以这个是一个高股息的一个股票，基本面也很好很稳定，到期的时候我们其实现在都已经开天眼都告诉你到期的时候会这个每一只股票都有百分之八的年化回报，这一年都能转涨百分之八就可以了，就是要是这个作为固收来讲的话，股票就能涨百分之八可以了，对吧？

那这是组合 A，那么组合 B 两个票这个不确定，这个就不波动性比较大，一个票到期的时候涨涨了百分之三十，一个票跌了百分之三十，那作为转债投资者来讲的话，我们哪个组合更好？下意识的是不是觉得 A 会更好一些？因为我们人类就是会规避风险，喜欢稳健的，但是咱算一下 A 到最后是亏了四块钱的，如果你两张票当时以二百二十块钱的价格买下来，一个票到期变成了一百零八，另外一个票到期又变成了一百零八，实际上每个票要亏两块钱。因为你是一百一十块钱买的，平价从一百涨到一百零八没问题对吧？

那到期的时候你是每张票是要亏两块钱的。那另外一个组合，一个票亏了十块钱，其中有一个跌跌了百分之三十的，我们到期就还本付息了，我们要这个一百块钱，从一百一十跌到一百。另外一个，从一百一十涨到一百三，因为它涨了百分之三十，那就二这一百三十块钱，所以到期的时候你是收获了二百三十块钱，如果你二你以二百二十块钱的价格买到的话，那最后你是赚了十块钱，所以其实 A 和 B 这个组合它的。这个就是我们所谓的稳健组和这个波动组合，A 这个组合里面，股票是有正八的回报的，平均是有正百分之八的回报的，那转债亏了四块钱。

而转而 B 组合，正股一个涨百分之三十，一个跌百分之三十，看着上蹿下跳的，好像这个折腾来折腾去没有用对吧？那股票是零回报组合，这一年啥钱没挣，但是转债是要赚了十块钱的。这中间实际上这两个组合，股票 A 比 B 强百分之八，这个转债 B 比 A 和这个多赚了十四块钱这个所以这个是如果大家若要去理解转债的话，首先要知道这样的情况在转债市场才是最标准的一个情况。那这里边有。能听出来这个转债和股票之间差距是啥了，对吧？我要喝口水。

而 B 里 B 这个组合能赚钱，其实能理解，因为跌的那一个，因为如果你就是线性的跟涨或者跟跌的话。那你也应该也是不赚钱的，但是这个这个 ROE 不就是跌的那一个，虽然它从平价从一百跌到了七十，但是最后还是能以一百块钱的债底给你接回来，实际上它保护它的保护性起了一些个作用，对吧？那为了最大化的就是所谓的不对称性，那这就是所谓的不对称性了，因为涨的时候咱能跟到一百三，跌的时候咱这跟跌跟到一百就不跟了，对吧？这就是所谓的涨跌不对称性。

这个，所以不对称性是这里面最关键的一个核心的 ROE，但是这个东西取决于两个我刚才说的潜在的一个假设，第一个是往上窜了百分之三十，另外一个往下跌了百分之三十，它是一个波动率足够的一个品种。所以，首先我们如果要想放大这种所谓的不对称性的话，那你的标的就应该有够大的这种不确定性，对吧？这是第一，第二，是你以一百一十块钱买到了这样的券，因为正因为你是一百一十块钱买到的这样的券，你才有够强的这种不对称不对称性。

试想一下，如果咱们是一百二十块钱买到这两个券，结果就反过来了，一百二十块钱的话，你最后成本是二百四，最后拿拿到手的话是二百三十块钱，你还是要亏十块钱。对，所以其

实，这两个东西是始终围绕着我们转债的这个分析框架的，一个是你能以多少钱的价格买到这样的券，第二是买到券之后它的这个波动性有多强，所以转债的核心分析框架，你看屏幕，哦，是那个没翻页是吧？因为我不知道翻哪页了，该。那到这儿吧，可以吧？行，这个，但是这个可能跟我讲的东西关系不关系不大，就是这个咱先理解一下我刚才说的这个组合，最关键就在于这个我们的不确定性有多大，就波动性有多大。

第二，就是我们什么价格买下来，就是说我们到底有多强的这种所谓的不对称性，所以核心就是在于这个转债核心你要评估两件事情，就是不确不对称性和不确定性。所以其实原则上比如说我们分两种场景去讲一下转债的择时和择券，就是嗨，就择时和择券就得这就这两种场景是吧？没别的场景了是吧？那我们在择时的时候，我们从原则上来讲的话，什么时候更适合去买转债，什么时候不太适合。而大大熊市那肯定不太适合对吧？但是这个一会儿再说这个关于这个市场的这个判断这个东西。

那正常情况下我们如果有转债可选，也有可以也可以买股票，那什么时候买转债，什么时候买股票，这是取决于这个决定咱们一个奇妙的一个分工，因为有的保险的客户，还包括咱们有的理财的朋友们，包括其实咱们比如说公募基金的你做二级债基，那这个有的时候你可以买转债，有的时候你可以买股票，那么什么时候买转债？其实就是最主要是在那种不确定性非常强的这种场合去这个所谓的买买转债。所以其实咱们比如说市场分为好几个阶段，那基本上是在熊市的末尾和牛市的开端的时候是转债最合适的一个时候，而不是说就牛市中途或者牛市后后半段，为什么？

因为熊市的末尾阶段的时候，你知不知道它熊市结束了呀？其实不特知道对吧？因但你只知道已经跌了很长时间了，或者是已经。大伙默认这是一个，这个弱很弱的这种熊市的这种环境了。那到这个比如说很长一段时间，你怀疑是不是要到底了？那这个时候大家其实不知道是不是最，因为不开天眼，你不知道最后到底。比如 24 年的八月份的时候，你不知道到九月份的时候突然涨起来了，对吧？但 24 年八月份的时候，你是不是？那个时候怀疑马上就要到底了，但是又不特不特别确定，这个时候转债就非常的合适。

还包括像一八年的这个下半年的这个时候，已经跌了很长一段时间，但你不知道是不是还会不会再跌，不知道多少，但感性上觉得应该可以怀疑它有可能到底了，这个时候转债就比较好。牛市初段的时候为什么也好？因为那个时候估值还没起来，你还是有可能在一百一十块钱左右的价格去买到这样的品种。那但是这个就是所谓牛市初段。因为那个时候，大家还不知道它是不是牛市，就还不是那么确定它是不是进入到这种所谓的牛市的这种状态。那这个时候股市股债没起来，市场的不确定性还是比较大的，但这个还是随时有可能会变盘的。

那这个时候转债价格也不高，不确定性也很大，这个时候是理论上最适合去买转债的一个时候。那到为什么到牛市的中后段的时候没有那么适合转债？第一，咱们刚才所谓的一百一十块钱你就买不到了，你基本上得在一百二十块钱，现在转债市场均价是多少钱？现在转债市场均价是一百三十四块钱，就是因为大家其实对市场预期还是比较强的，对吧？一个是这个，第二其实在市场真的比如说涨起来之后，你对这个东西有比较强的预期，它的价格也一直是高，第二可能市场的这种波动性可能没有那么高了，对吧？

所以我们在择时和择券的时候都是反过来去注意，就是所谓的转债第一性，就是去主要注意我们当前的不确定性到底有多大。我们的这个就是不对称性到底有多强？所以反过来我们就

是稍微具体讲一下，比如说先讲一讲择时，就是原则上来讲的话，熊市末段、牛市初段是最适合是转债黄金期，这个当然大熊市不行，大大大大熊市这个走走走走的差，牛市的中后段走的差，但是我们如何去判断？这个但是这个我这一周的周不，上周的周五正好发了一个就是关于我们转债的三种场景的这个择时的这个模型也各有各有对应，但是今天我们讲一个最讲一些个最简单的方法对吧？

这个就如果你不专门做转债的话，有一个东西特别简单，就是你看一眼转债市场均价。好不好？好容易吧？看一眼市场均价，你把那些个特别诡异的债剔除了之后，别别看均价了，看一个价格的中位数，看一个价格中位数，简单说，这个你比如说你咱可以做一个滚动，比如说过去滚动三年，你看它价格比如说已经到了这个就是滚均价已经到了百分之九十分位数以上了，你正常高没事，到九百分之九十分位数以上了，是不是就是一个高一个比较高的一个状态，或者你静态去看，咱就看均价，如果比如说你不专门做转债的话，大家也知道一百三十块钱的赎回价是转债的一个软天花板，那是软天花板，一百块钱以下也比较难达到，就均价为什么会达到一百块钱以下？

就很难的，因为一百块钱以下是这个面值了，对吧？这个很难，那正常来讲的话是在这个这大体上是这个区间去浮动的，那一般我们就历史上去算的话，如果价于价均价价格中位数都低于一百一十七了，或后面一段时间盈利的这个。确定性是比较强的。那如果比如说价格已经高于一百二十五了，就非常难了。如果比如说你专不专门做转债的话，一百二十五，你为什么去买一百二十五块钱以上的转债，而不是去买股票？对吧？以及如果从滚动的角度来说的话，那非常简单，价格如如这个正常情，如果比如说你这你这个户正常情况下是要买转债的，只不过需要在某些个时候去撤出去的话，那我们在滚动分位数超过百分之九十的时候先撤一下，就这么简单。

这个对于择时来讲，当然但是对于择时我们还有很多乱七八糟其他的那种指标，不是今天懒得讲，而是其实都有自己一定的局限性，但我稍微说一下一个概念叫做百元溢价率，就今天来得及说是吧？因为价格这个东西，不是什么价格溢价率。溢价率这个东西本身是比较有这个就是局限性的，如果你单独比一个券的这个溢价率，比如说这个二十那个四十，不，这不这个五那个三十，实际上你不，你只能说这个溢价率比那个溢价率要低，但是你不一定能够说这个券的估值，比如说它的这个不对称性就比这个要强，为什么？

有可能这个百分之五溢价率的这个券溢价率虽然低，但是它一百四十多块钱，那个百分之三十它可能一百块钱，跟债底一个价，那你买它的话稳赚不亏，有可有可能它还下修，有可能比如说它涨涨上来，这个一百四十五块钱百分之五的溢价率的话是一个正股的一个替代品，还比正股贵贵贵五块钱，不好那么直接，不一定说哪个比哪个贵，但不好那么直接比对吧？那这就是问题，就是说溢价率本身是一个评价非中性指标，就是说评价越高或者价格越高，溢价率越低，价格越低，溢价率越高，它之间是此消彼长的这么一个关系，所以其实大家看我那个图上，就屏幕上这个图，横轴是平。

评价纵轴溢价率某一天的一张截图大概是那么一个向下倾斜的这么一个关系所以其实为了提高就是在择时上的时候约的为了提高这种可比性当年我想了一个办法就是也是主要称的这个。因为其实隐含波动率就行，但是比如说咱们不学金工的朋友们听隐含波动率是不是有点害怕呀？听隐含波动率稍微有点觉得陌生这么一个概念。那这个没办法，这个当年这个就是，比如说咱们把把这个把这个溢价率和这个平价水平画在这个图上，然后我们去拟合这

个三点图，拟合就是图上这条线了，对吧？

拟合的这个三点图，有条线了，这个线上  $x$  就是  $x$  轴是横轴，正好等于一百的那个点就对应着这个平价等于一百的那个点，就是我们所谓的百元溢价率，因为所以每天你都能算出来算到这样一个数，而这个每天你都能算到这样一个数，那你每天如果你够勤劳的话，你每天都算一遍的话，你都能得到历史上每一天的所谓的百元溢价率，你就有一条时间曲线了。这个东西本身也可以作为一个择时的一个指标，但为什么不一开始讲它？因为它的实战价值实际上和价格差不多。

说半天对吧？这个实际上它的实战价值就是，虽然它更合理一些，但在实在实战中择时，比如说你不专门做转债，我们就是在在转债和股票之间去轮动的话，那实际上和股票没有特别大的区别，和这个转债的均价，这价格的中位数，实际上没有特别大的区别，对吧？但还有一个东西是需要稍微讲一讲的，是在。另外一个指标是这个吧。

**分析师 2:**

找不着了。

**分析师 1:**

不是肯定能找着。我不找了，我就是那个，这个可能当年的这个，因为这个也这个翻页不好弄，这个，我只是单独单独说一下，就是如果这个就是这个咱们还可以对这个转债这些个指标做一个就是做一些剔除，剔除就是比如说做一些个精修，有一个就是大家很常用的一个版本是什么？就不是百元压力，就很常用的一个版本，就是咱们把大盘的债性的品种单拿出来。就是说大盘的债性品种，就是大盘就指的是转债的发行额超过二十亿，然后债性品种指的是溢价率至少超过百分之这个，溢价率至少超过百分之三十五，我们叫大盘的债性品种，对吧？

这些个品种我们单拿出来去看它每天的这个波动，过去二十天，这个不是过去十天，如果它的涨幅是超过百分之三的，那我们是一个，即使你是这个户就是做转债的，你也要知道现在应该处于一个市场阶段性高点的这么一个位置，这个是历史上大家用的非常的觉得非常好用的一个指标，为什么？这原理是啥？大盘债性品种，如果比如说拿这个就是这个城市来举例子的话，我们转债其实不是一个原生市场，它是一个衍生品市场，对吧？我们转债其实相当于不是农业城市，也不是工业城市，也不是什么这个科技城市、晶圆厂市，我们转债是以旅游城市，大盘债性品种主要是什么人在买？

主要是游客在买，大盘债性品种，因为这个。咱们有很多这个，就是比如说市场涨了一波之后，那肯定是弹性偏高的品种，动量很好的品种，很有这个主线的品种先涨，对吧？低溢价率低，先涨，然后可能还是二线的一些品种，到最后的涨了好长一波之后，有一部分人他会这样这么来，就是他也不会做，不会做这个，但是。听说了这个转债最近涨了不少，说你去打听打听这市场涨了不少，咱们怎么没配咱得配，去，然后这种人进来之后他又得做，他又不懂，他从什么点开始做？

他先从他知道的那个点开始做，所以他先从什么，从什么票开始做？他就从那个高评级，规模大，呀这涨太多也不敢，这还行一点吧，这种品种开始做，那一般像这样的投资者进来的时候是不是很像最后一波投资者了，对吧？所以其实这个指标的原理就是这个样子，就是，

但是有人说我们好像每回都这时候进，那你。想想办法，要不换个地方，要不换个地方工作，要不想想办法，对吧？所以这个我们不是说它一定是贬义不好，或者说它一定会跌，不是。

但是如果它这十天，等于说两两个礼拜的时间，这样的票都涨了百分之三了，你就想想这市场到了一个什么样的一个阶段。你都想想这样的人来了，你还要你还你还打算去赚谁的钱？这个，如果你想不到的话，那就是你的钱了，那就是。所以，就是这是一个我们非常常用的一个指标，就是大盘债性品种的近期表现。这个就是当然统统计上不一定，并不一定说那么严丝合缝，就是刚才我说的这个尺度，但是也是大家这些年做转债的朋友们经常非是非常爱看的那么一个指标，有这么一说。

所以这个择券，择券其实我们回回到这个第一性来还，这个择券是，这个咋没事，这个择券是这个，我调到择券那一页大家看一看吧。哦，刚才那个指标在这儿。刚才想说的那个指标，在在这儿，对，刚才就是累计实时变动这个图上这个黑线对吧，达到这百分之三以上你就知道不太对劲儿了。然后这个，来说说那个择券，择券其实然后咱回来之后其实也是咱考虑的也是这个票的不对称性到底有多强，这个到底有多强这个东西基本上就由它当时的位置就估值来决定的，以及。

它的不确定性到底有多强？基本上咱们说它的这个波动性，它其实就是刚才我说的那个例子，就是一个上了百分之三十，一个下了百分之三十，它就是年化百分之三十的波动率，对吧？那有五十的没有？咱转债里面有的标的有没有七十的那种也有，对吧？所以其实我们做择券有没有最特别基本的原则？有，其实就是估值低趋势强，或者估值低动那个波动波动高。所以其实咱所谓的估值低，历史上我们有很多变通的方法，我这儿就讲两个三个吧三个吧。

第一个就是有一种说法叫做双低，我们叫 easy ball 这样说法听没听过？这个是早年我是一个特别诡异的一个想法，就是就在这一一几年，一八年还是一九年，反正特别诡异的一个想法，就是说当时其实转债还没有那么多，而那个一八年一七年以前吧，我们覆盖转债的方法是每一张券都非常清楚这家公司的这个因为。公司比较少，那我们这个叫当年年轻要稍微更勤劳一些的话，你每家公司都来得及跑，那对这家公司呀，这个行业呀，这个走势，估值，都研究比较细致。

后来公司多了之后，我就发现。你哪怕研究的没有那么细致，你只要比如说，比如说当年一八年的时候有这个价格低于一百零五，同时它的溢价率是低于百分之十五的，现在看的话这个券你这感觉是那个菩萨一样的品种，对吧？当时这个当时看的话，就是说价格溢价率都比较低，然后正股换手率，P B 什么估值也都比较低，所以其实当当年一开始是四低，那后来我嫌麻烦，那么就是双低，就是价格溢价率，那其实这个东西是和刚才咱们讲的那个百元溢价率是同样的一个出发点，就百元溢价率，就是溢价率这个东西它不是简单，但是它不有局限性，因为价格越高溢价率越低，它和价格之间是此消彼长这么一个关系，所以其实这个，当年说这个 easy 波就是价格溢价率我同时考虑，这个价格也在转债里边相对偏低，溢价率也偏低，那如果比如说我们两个做一个排名，所以后面我们这个最简单的一个，比如像这个，这是一个最简单的一个做法，就是说我们价格。

给个排名从低到高，然后溢价率也给个排名从低到高，俩排名加一起，这总排名那个数都偏低的，那个数都偏小的，那就是所谓的我们 easy 波了，也就是后来所谓的这种双低了，到这个二零二六年为止，所以这个东西二零一八年提的多老，就一八年提的这么个东西，但是

到这个就是二零二六年为止的话，基本上都是有一定的这种所谓的增强效果的，对，所以其实这个就是所谓的估值对于转债可能会有多大的一个用处，对吧？这个其实这个也是这个我想说的一点就是咱们做转债要有一种所谓的弱者思维，就是说可能股票我也不特别好谈，因为这些票其实有第一多，第二有很多票其实都很冷门的这些品种，咱们哪怕上市公司自己也对这个股价这个东西是很难预测的，对吧？

那所谓弱者思维就是说我确实不能够完完全全的去预测，而且那些个确定性非常强的品种，我们反过来去想你为什么要用转债这种偏门的工具去做？对吧？转债的天生就适合什么？搞波动，搞波动，搞不确定性，就这些个东西，对吧？所以其实，双低是一个经典的传统的这样一个做法，到目前为止的话，依然不能说它是失效的，它有缺陷，有缺陷，一会儿我说它缺陷，对吧？有缺陷。比双低更简单的有没有？直接选低价，有的账户就这么这样去做的，因为直接选低价也是一个简单的一个方法，就是我不管溢价率，我直接选低价，那这个对于某些个非常看重这种比如说最大回撤呀，波动下浮比例，就这种户来讲的话，低价策略也是个策略，对吧？

但是在这个基础之上，我们对正股就是转债我们这边审美其实就是估值低，对吧？那对于正股来说，当然这个我不讲其他字母了，对于正股来说的话，转正转债咱们要求是比如估值低，对正股咱们审美是啥？刚才说了，不对，不确定性强，所以其实咱们比如说那些个多因子放在正股上，其实大家可以看到，如果你能确定这个组合每年是百分之八的这个回报的话，放在转债上依然有可能是一个比较差的一个选择。那哪些个因子放在正股的因子在转债上是有效的？

我们所以说最基础的是两个，一个是动量，动量就是过去一段时间涨多少跌多少，一般来说一百天左右的动量对转债是有正面的这种贡献的这个第二就是波动率，正正股的动量和波动率，所以其实我们这个也是怎么说，比如说你研究转债有一段时间了之后，居然会发现会退会退到我们今天讲的这个东西上来，就是说最后预测半天好像用处也没有什么特别特别大，但是好像我们双低，然后动量高或者双低波动高，好像就是一个比较好的一个相对策略，那是这样。

只不过后面，就如果你比如说研究再深一点的话，那双低那么粗糙，你是不是可以改进一下？就价格溢价率之后就排个名，太简单了也太粗糙了，你说是不是可以改进一下？可以，我们是后面有这个所谓机器学习的方法，有希腊字母的方法，大家可以看我们的。关注我们的这个报告对吧？对于正股的波动，你当然会有正股更好的这种波动率，或者是正股的这种，走势这个波幅的预测这种方法，都可以，但是最基础的，动量和波动率，比如说，但是最基础的什么，比如说。

你拿一些基本面的指标放在里边，就也别太失望，大概率用处不大，就是因子来来来讲的话，放在里边大概率用处不大。这个不是因为，我就天生我就说基本面这东西没有用，我不是没有这样说，但是定位不一样，转债更适合波动性高的品种，所以就真从真从一个，大的宏观的一个角度去说转债这个东西的话，就是股票更适合，就是咱们也要是在择券上做分工的话，股票你更适合，比如说那些个稳的，确定性高的，高分红，龙头，等等等吧，这种品种股票做就可以了，你有你有很强地了解，很强的确定性，转债更适合更不确定性的东西，所以其实为什么有很多科创类的品种，它爱发转债。

天生对口，就是因为天生对口，所以其实，咱站高站位稍微高一点，就是从这个叫叫什么支持国家的这个科技发展来讲的话，转债是一个非常适合的一个品种，因为这些公司天生就有很强不确定性，而人人怎么人性就讨厌不确定性，对吧？这个他会厌恶这种波动，而转债能帮你消化全部这个波动，甚至把这个波动换成一个值钱的一个东西，对吧？那最后就是。问一下，咱有人就对个信用有没有就是转债这个比如说退市风险呀，什么那个就是什么信用违约风险什么的，如果感兴趣的话，这个就我就简单说一句，就别琢磨，就是转债的这个退市风险，转债的这种所谓的信用风险不是独立的变量，基本上为什么说你只要考虑动量，基本上就你就不会碰到那种所谓要退市的券，或者所谓要违约的那种券，以及我们有很简单的排除方法，实际上你排除它退市的可能性就可以了，它不是一个跟股价之间独立的那么一个东西，这个一开始你肯定会选，我们这个好好研究研究这个票，这就比如财务质量乱七八糟的，从回测上来讲的话，目前不无法证明这不是在浪费时间，但是这个最简最简单实用的方法是把它把它的所谓退市风险，什么违约这个东西和股价一起去看就可以了，不要单独去花这个时间，最后，是不是到最后的时间了？

是你给我发微信吧？这个，最后就是刚才我们那个一开始那个测试题，就是想想一想这四个数，你选择的是哪一个？哪一个更适合做转债？是三十一、三十七、四十一还是四十三？就是弱者思维，就是，在座的朋友，你选择哪个？第二个是吧？说一下，就是忘了自己选哪个的更适合做转债，是吧？就是这。行，那就今天我这时间就到这，谢谢，谢谢朋友们的时间

## 分析师 2:

好，各位投资者，上午好。很高兴来这样一个机会跟大家分享关于大宗商品市场。有一些的一些观点更新吧，然后大的主题我们还是延续我们之前定的今年大的一个线索，定价、成熟、传导、平衡。在这个大的框架下。大家稍微，分享一下近期的一些新的变化，在这个大框架下，那首先的话就是第一个就还是延续之前的我们讲这个大宗商品三个市场，这个市场三个结构性变化，那第一个就是原证这个博弈，我们会看到在。上一次的这个季度的这个开会之后，我们看到地缘局势虽然说有一些收尾的迹象，但是还是在反复，尤其是像之间的这个中东的局势的演变，那到现在为止吧，那这个这两这一个月的时间以后，油价的涨与跌，依然还是跟这个局势的演变密切相关的。

就昨天对吧？一旦有这种从这个霍尔木兹海峡的争这个话语权上，或者是通航的问题上，转移到了战争转向的这个制裁那这个整体的市场的风险就会相对的变得可控，那整体在油价上，商品市场都会有一定的反应。所以在这种情况下的话，我觉得地缘局势可能仍然还是这个延续之前这个观点，地缘局势是今年后面的这一个主线。然后那第二个，就是战略安全的诉求，那这个对于大宗商品来讲，可能是分三个阶段的。那第一个阶段就是已经在定价当中的，那往后看可能很难有掀起来新的溢价的，那就是这个全球的这种货币体系变迁当中的这个黄金。

从二零二二年开始，俄乌冲突之后，美元武器化，然后带动着全球范围内，所以央行都开始购买黄金。那现在来看的话，那这个伴随着央行的购金，它仍然还在买，但是，它很难再支撑起或者是推动黄金再创新高。那看更多的在这个黄金市场，或者它这个战略安全的溢价，就已经相对稳定了。就是另外一个，就是现在正在被定价的，是像铜，有色金属，我们会看到在最近，对吧？尤其是从去年开始，这个二三二美国的二三二关税调查，然后这个虹吸全球的铜市场，铜铜的库存，那看到的话，我们看到今年为止又出现了这种情况，那在这种情况下，其实我们会看到，因为伴随着。

的产业的发展，包括逆全球化的进程当中，其实大宗商品的战略的价值其实是在上升的。那在这种情况下，我们会看到，不同的国家的资源禀赋不同，所以就导致了它对于大宗商品的贸易侧会有不同的战略安全的考虑。那比如像美国对吧，它是一个能源独立，但是对金属的资源是相对匮乏，所以在这种情况下，更多的会推行了很多的金库计划、战略矿产清单等等。那有的国家可能就是金属的冶炼产能可能相对丰富一些，但是能源的对外依存度高，那是另外一块。

还有的区域那是农产品，它对外的依存度。所以不同的情况下可能对外，会不同的时期吧，可能会引发起来不同的品种，会有不同。大宗商品面对溢价。那第三个就是我们要过去一直在提示的，那大宗市场的整体来看会有新的需求。那新的需求我们在去年我们看大宗市场的话一直提示大家的是一个新的经济体的发展，第二是新的产业的发展。那目前来看的话，我们似乎到目前为止还没有看到说有特别大的经济体已经带动起这个初级的工业化，带动起来大宗商品周期。

因为我们以前会关注这个是因为像二零二零二零年疫情以前，我们会关注这个印度对吧，它的需求高增长，经济高增长，那后来它的增速也下去。然后那再后来，我们看到从二三年开始，伴随着国内的产能外迁，我们也看到像一些东盟的国家承接了产能之后，它也有一些这方面的迹象，可能会有一些工业化的倾向，但是就目前进展还是比较慢，然后还没有带动起那么低一个。明显的这种工业化或者大规模的基建启动，所以在这种情况下，可能新的经济体的发展，应该说是这个和我们原来预期的相比较，是低于预期的。

不同的是，新产业的发展，那新产业的发展可以说是从二零一二年开始到目前为止，依然是层出不穷，包括其实最近大家看到对大宗市场，像对铜，大家对 AI 发展的这个重新的思考，那一定程度上也是对新产业的这样需求曲线，新需求曲线的这个帮助，从原来的 AI 泡沫到后来的 AI 投资，然后有会不会带动起来新周期，在在现在对吧，大家又开始有所担心对 AI 上这个未来的发展，所以从这个角度来讲，我觉得未来 AI 的这个发展线也是一条主线，我刚才说一个地缘，一个 AI，新的产业的话，这是一个相对确定性比较高的一个新的需求的增量，所以以上就是我们大体上，可以看到最近的一些新的一些变化，那在这个以外的话，我们也要看到这个流动性的影响，比如说最近的这个美联储，大家对美债的这个市场的影响，相信这两天前面有的老师。

已经大家做过相关的汇报，然后今天就不再赘述了。这种流动性的预期对于大宗商品去也有这个流动性溢价的影响。然后，所以，在这在这个的基础上，今天主要提出一个是地缘政治风险对供给侧供给曲线的影响，以及新需求的结构性的增长的影响。然后第三个就是库存端战略安全所带来的库存的溢价的影响。那这个是我们今天这个 PPT，主要跟大家想汇报的东西。那从这个图相信大家并不陌生，这个也是我们先简要的回顾一下，就是今年二季度的时候，现在美伊的冲突，对吧？

这个过程当中的话，大宗商品的这个涨跌的背后到底是什么因素？大家都知道油价在涨跌，但是油价的涨跌和铜价的涨跌其实背后是不一样的。二季度的时候尤为明显，二季度的时候我们甚至看到了这个油几乎是全球金融市场的一个风向标。油价涨，就其他金融资产很多都在跌，油价跌，其他金融资产可能涨一些。然后那现在我们看到这个背，这个涨跌的背后的话，其实一方面是我们看到油原油侧它更多的体现的还是现货生贴水的变化，远端其实变化不大，就是大家更多的还是把它定义为是一次性的这种供给的断水。

然后尤其是在哪怕是在霍尔木兹海峡中断的时候也是如此。那如果说未来把这个风险能够收敛到了伊朗的出口风险上，比如说对伊朗的制裁上，那可能这个升水或升水还会进一步的下降。然后另外就是 LME 的这个金属价，那我们看到它的涨跌和油的涨跌就完全不同。然后你像同为铝，它更多的是一条远期曲线的上下移动，也就是说更多大家在关注的是什么？关注的是远未来经济的预期的。变化，边际上的变化，对进口市场影响。所以在这样一个两种因素，就既有供给冲击，又有需求预期的这样一个双重冲击下，像 LME 的铝价，那就呈现一个比较扭曲的这样一个市场价格的变化，既有现货吃紧水的，有远期曲线的挪动，所以大概其上。

所以我们结合最近的一些，比如说对石油，我们相信大家熟悉我们的这个过去的观点，大家也能。大家知道，我们过去一直在讲，决定油价的不是。特朗普说什么，或者是伊朗说什么，这个双方的表态，重要，但是也不重要。因为最重要的，重要的是，我们说，出行量，一个恢复的问题，这个可能是在短期，在过去甚至现在的近期以及在未来都是非常重要的关键的观察观察点。因为双方说什么其实每天都可能会有新变化，然后以及说了也不一定能够做得到，所以我们在这个过过程当中的话，比如说它未来是演变成更加规模更加失控的这样一个热战争，还是说，开始过渡到了这样一个相对较冷的这样一个制裁的这样一个经济制裁的更加严厉的经济制裁。

那这个作为商品来，因为如果是前者，那可能买下工行的希望就很飘渺，那这样。那如果是未来能够过渡到能够在这个搁置到这个海峡的这个争争端上，然后能够恢复到一个比如说对伊朗出口的风险。定价，那油价还是波动。然后，但是这个还是基于一个单个事件的影响，因为我们目前还是要最担心的 看一下，到恢复是时段时候，因为这种情况下会带来一个后果，现在在中东国家已经减产的这些国家可能它增产的意愿会比较慢，那这样的话也不排除会存在一种，中期来看，不可不排除可能会存在一种。

霍姆斯海峡通航了，但是它这个量小，这个是一个中期我们讲，它会推动油价还会下一波风险市场要现在的，比如说短期内消化了这样。我们采，到，断供到这个伊朗出口断供的这样一个风险下降级的这样一个定价。之后，可能市场要关注到中概，中行到底流通量能恢复多少，供给能恢复多少的问题上。那么就这是一个后面这个我们讲的第二个情形的这样的路径的演绎。那如果是第一个路径的演绎，如果说像最近对吧，大家市场的预期的这个，如果说转向的更加严厉的对伊朗的制裁。

比如说，我们已经看到它其实伊朗的过去已经知道了。所以那这样的话，其实是一个在原油市场是一个风险价降级的这样的过程。也就是说，我们过去把这个油价分成了三大定价区间，对吧？相信这个上次我觉得说的很第一个定价区间比较低，那这个区间大。然后第二个定价区间是换购的风险，那这个量就比较大，这个量大概是五百一千万股到一千万股。前面的伊朗的这个出口多一百，所以在第二个区间里头，一般的 看多大？八十到一百，最多到一百二。

哦，那这个是不是最高的时候？那还存在一个极端风险怎么样？就是如果说短期内制裁推进的过程中间这个不顺利，然后又演变成比如说持续性的海峡封锁状态，或者是海峡但是流通量起不来。那会不会带来新一轮库存的？这个是在过去，对于今年二季度、都没有进展，几乎没有进展。大家开始库存够用，因为在二季度我们看到从三月份开



个伴随着霍尔木兹海峡的中断，其实有很多迹象。出了问题，比如说我们看到大家都知道的国内的原油的问题。

月度下降比较幅度比较大，然后也包括海外引起的 O E C D 的原油，一个月下降一亿桶。这么大幅度的库存的激烈波动，在以前是很少见。上一次这么大幅度的剧烈的库存波动 二零二零年，全球疫情，供给需求下降了一千五百然后就导致了，在 O E C D 库存的表中。所以一直都在累积，所以在当时二零二零年四月份的时候，这个油价 然后，那现在我们看到在二季度，样式这样一个相等镜像的这样，去库存 但是为什么市场没有特别大？有两个原因，第一个是因为过去其实是有些库存的积累，所以我们现在看到它仍然还有将近三十多亿桶的这样一个。

的累计量，然后但是，我们也要看到，因为二季度。战略部署，商业不可。也就是说，之所以生产企业端没有出现大规模的滞留的，因为战储端下沉的更大。就说，也就是说，二季度一个月一亿桶海外，一个月一亿桶的去库，实际主要是去在了战储，商业库存然后，以这样一个情况下，我们觉得首先这种情况，债主就是债主现在也。不到十亿，不可持续。第二个，如果说是持续对，最终还是会还。他也不。那这个。因为现在来看的话，已经降到了三十七亿桶左右。

那后续按照一个月一亿桶左右。三年左右吧，而且市场不会等，不清掉。现在已经跌破了五。所以这个就是我们讲，如果说短期内，中东的这个局势，美伊的局势还会有新的一些变化。那有可能会带来，会有一个，会有新一轮的脉冲式的上涨，上行的风险目前。最近大家应该会有相对会悲观一点。因为局势有一些新变化，但是往后看是不是就一定这个是一锤定音了，就定死了以后就海峡就通航了，然后就是完全修复，对吧？就是以伊朗制裁为主。那这个我没有吧？

阅读。然后这里头有一点需要跟大家去更新的，就是最近公布的七月份的这个库存的数据，走平了。很多人会讲说这个是不是反映了原油市场可能也没那没有那么缺，因为库存没有继续往下我们要讲，我们要讲，七月份的库存之所以能够相对稳定，是因为。在六月底，双方开始初步达成停战协议之后，其实中东的海域的浮仓流出来这个事 是增加了一部分供应，那这部分的供应其实一定可以帮助稳定但是我们现在看到了，对吧？进了八月份之后，又开始清零了，几乎是清零的状态。

那这样的话，我。大概就做延续，在二季度是如果说短期的这个反弹，仍然回本，那这是一个。由度讲过来讲，地缘局势在今年下半年可能仍然是一个非常重要的。外部干扰变量，甚至可以说是基本面，一个最重要的然后，金融市场上也有类似的情况，也有类似的情况。那在这种市场下的话，其实我们也要去关注，它的供给侧有哪些变化。那比如说最近大家，应该听到的也比较多。像韦迪，这个。印尼 也包括很多非洲的一些国家，会出现一些供给侧的一些产生更多的调整，那这样的话这个背后，也是这个逆全球化。

这样。好，那第二个就是我们要讲，战略安全的变化，战略安全的这个诉求的上升，我们觉得可能现阶段来讲还是有很多因素导致的，然后最后不同的品种可能大家考虑的担心的不一样，像全球央行购金，对吧，从二零二二年开始推起来这一波黄金的走势，黄金的这样一个从两千多一路翻着番往上走。那其实这个是一个不可忽视的力量，然后在这种情况下，我们讲现阶段我们再去，通过因为比如说看到央行买黄金，就认为是持续的去看多它，这个

可能不是一个，新的变量。

稍后在品种中，我们也会提到，比如说最近我们可能更多的关注，它的。利率预期的边际上的变化，以及大家对避险测对吧，尤其对 AI 的这个观点看法上，再发生一些边际上的，这个对于市场有更加在定价端会有更加超预期的影响，而反而像央行购金这个已经不是一个超预期的然后另外一个就是现在已经在定价，对吧？正在定价的是像铜市场，对吧？我们看到这个现在来看的话，全球铜市场整体，那品种部分有我们也会提，现在整体的国内的铜的库存也是比较低的。

然后现在来看的话，现在可以说又开始出现了这个康麦斯市场虹吸全球，对吧？整个欧洲国内的库存都被。有干扰，或多或少都有一定程度的。那在这种情况下，我们要看到。虽然全球范围内算下来铜的平衡没有这么大的这样一个短缺的情况，但是问题是我们还得刨除掉几十万吨的美国的康麦斯厂的混铜的情况。如果把这部分需求算进来，那可能平衡就有几十万吨的这样一个非美地区有几十万吨的缺口。那这个是一个我们可能在这一轮二季度。其背后涨价的一个费用。

然后稍后在这个品种部分也有平衡表。所以就是这个是我们现在市场在，那在大东里头还有一部分是，我们觉得未来会掀起新的风浪，会有新一轮新定价的，那可能现在来看还是会偏左侧的石油。我们看到在近，尤其从二零二二年开始对吧，经历过两次大的比较大的在中东和这个俄乌比较大的供给国出现了战争的情况下的话，我们看到其实全球的战储，海外的战储释放的是比较那现在已经不到十亿了，那现在往后看的话，我们觉得大概率会有新一轮的补库。

那这个补库，其实有的国家已经有的相关的声明，比如说像美国对吧，它要以一点二倍的补起来，也就是说释放一亿桶要补回一点二亿桶。我们这只是一个比例的，这个测算，实际上他要回头要增加的是两亿份。以及其他在这一轮当中，霍尔木兹海峡封锁过程当中，很多国家面临着这个原油端的缺口或者成品油端的缺口，在未来都会更加重视。国家的战略储备，因为战储是在过去，在这种全球化的这个背景下的话，有很多国家可能自己不做这种原油端的加工演练的产能的这个储备，所以更多的会依赖这种区域间的产品油的贸易，然后在这一轮当中的话，相对会受的影响很大，因为大家会发现在原油侧，贸易端受影响的挺大，首先大家市场最容易先第一步先做的就是成品油的很多供给侧对吧，成品油的这个出口先管控了，就像现在的俄罗斯，是吧，也像也包括在二三。

有点，所以在情况下的话，我们往后看可能会新增出来比较多的原油占储类的需求，然后当然甚至也包括成品。然后在这种情况下。这个可能是现在市场没有完全做定价的，因为目前石油市场定价最多的还是地缘风险。以避免风险升级与谅解，这个是现在的。我觉得中期来看可能是看这个就是中东的复产的情况，就是海峡的封锁的效果怎么样。长期来看我们政府的，价值体系。然后第三个就是新的产业的发展，那这个其实没有太大的变化，因为目前来看的话，我们还是认为 AI 发展是。

不是，然后我们不认为这个泡沫或者说就这样无效投资，然后在这种情况下，不延续过去，这个我们就不再细讲，不延续之前大的 AI 带动的，包括我们这种带动的去重新带来的这种弹性的消费弹性的上升，然后与此同时我们也要去关注，就是因为现在看到的前几年这个新产业的发展，新能源到光伏风电，再到用电储电测，我们发现全球的这种电气化水平的上升，

那对铜的大，消费的弹性也是在往上。然后在这种情况下，我们。光速，可能是在大中以后唯一一个，可能是为数不多的吧，唯一一个，应该是唯一一个。

和二零二零年以前相比，较它的需求增速是上调都有高增长，提速的，很多商品都是。哦，所以正因为这样才获得在大众里头，很可能是唯一的一个，在价格远远超过疫情以前，而且它还是能够具有持续。一直。这个到最后，它也不全是这个供，大家都在讲它是一个供给矿端缺口的问题，实际上本质还是需求的问题所以展望二零二六年下半年来讲，或者是四季度，觉得可能目前来看，可能地缘局势的冲击还是明线上，还是这个这条线，然后暗线可能会有一些成本，但是到现在来看，在。

就比如说，我上一次，六六六七月份的时候，跟大家讲，我们就提示过这个粮食农产品，左侧机会，那我们看到在最近来讲很多外资也开始关注这个，似乎就在。然后，所以我们觉得就是从，成本传导来讲，只要是这个地缘局势，它是这个时断时续的状态，那这个成本。这个取供对迷。那从这个传导的角度来讲，我们觉得主要是分两个条，第一个是量的条，量的短缺，那从量的短缺来讲。未来原油是。这个现在，去库的，空间以及，未来是存在这个，尤其成品因为现在原油侧面临的供给风险，不仅仅是美伊一个事情。

最近我们看到早期的鸿海，然后再到最近的这个俄乌的这个。的产品油的包括原油都受到了波，然后在这种情况下，会看到油原油石油侧的。并没有。好在这种情。有色金属的话，其实刚才也提到了，关注它供给会提高。中东，持续封锁状态，它电解铝的产能具有什么？就是也包括空中的硫和硫酸的这个。它这个贸易占到全球的，就是。哦，这个通过流算，就有可能影响或者波及到 对中东地区的，没有，像东南亚，它的这个司法认同很，变异的成本和供给上，然后就目前来看的话。

成本端的传导，影响比较大的可能是在镍上，对于铜来讲是一个溢价。像硫酸，硫磺的这个硫的价格的上升，其实对它不太可能会能够显著的影响到它的生产作业。所以从这个角度来讲，我们觉得可能镍对于这次的更多的风险，尤其是像，多米卡加，可能反应会更加明显从价格传导上来讲的话，我们尤其关注，值得关注，就是这个还是延续之前这个大。农产品，因为农产品它是一个特殊的生产消费的模式。就是它的，比如说，在中登时期，又要去投入的大量的他决定，那当时涨的价格，后期再跌回去，也没有法去大量的去，当时价格高，那个少，或者怎么，也就是说，它的成本上，无法。

而且我们大概的这个测算，通常从原油测、原油柴油测到大豆的这样一个。影响的波后效应大概是在五到十个月左右，按照今年二季度往后推 到十个月的大体，明年的四季度，会是一个线，会反映到那此外的话，很多商品可能都有的，像玉米，我们有，我们专门有一期报告专门。然后，那也就是说，往后看的话，从农作物的角度来。我们觉得能源传导这个逻辑是已经形成了，只是说现在可能市场还没有去显那如果说是往后看，对吧？其实都不需要海峡持续封，那如果持续海峡海峡持续封锁，可能影响的预期可能会更长期。

其实还有一个额外的影响就是，如果说是明年的天气真的出现了这个极端气候，大量的这个不利天气去冲击主产区的生产的作业，对吧？粮食的产量，粮食的单产。那粮食的问题，海外粮食。但是这个都是有比较严苛的前提条件。就是第一个，其实最重要的就是不利天气对主产区的减产，但是从历史来，这个有不确定性，在个别品种上反应会明显一些，稍后有相关的这个分析，然后所以，对这一次的这个事情的影响来讲的话，我们现在看到现在似乎，

或者我们彩霞恢复又有又有一些希望了，对吧？

因为现在。美国似乎又把重心放到了这个制裁伊朗上，那在这种情况下，我觉得，这个海峡的通航，它不会，就跟没有封锁过一样，事情，这个演进，会有一些长期的一些。比如说，就消费国可能会更加重视能源转型，然后这种电力的设施的改造，会更。哦，包括这个。一些相关的行业吧，会有长期的持续的增长，这个对于有，对。方向、背景、方式，一种需求出来那最后从天气的角度来讲，我们也大概做过做过一些相关的测算，按照现在这个第三方，像挪威这些他做的一些测算，那今年大概率已经上升了中期强度，未来是有可能演进成超级热的。

但是这个影响到底有多大？不是一个，它更多的是一个分布的这个不均匀，也就是说，更多的可能会出现一些不利天气的极端气候的这样给予我们更多关注，应该去分析，而不是说是这个降水平均降水多多少会带来多大的单产，这个没有那么精密的计算。然后从这个角度来讲，我担心的是，干期或者重启的到南美的矿端的这个供应的影响，然后这个在历史上出现过。第二个就是极端气候对东南亚市场，然后尤其像油油籽油料，我们看到像油棕果的这个单产。

厄尔尼诺的这个时间的对应，是比较强，比较强的 然后，所以这个反而是在这种在天气预期下，像可转流量，像成交，它的单权反应可能会更加剧烈的，更加敏感的，是弹性而而从目前看到都是全球范围内的。所以，在第一部分，我们，简要的做一个总结。就是我们从大中的角度来，超级周期没有固定，去，不存在所谓的，会一普涨，会有色涨，有色涨是这样，因为这种逻辑，通常都是在大周期出现的，和历次的过去的一百多年，每一次的大周期都是三十年左右跨度，三十年跨度下的话，通常都上行周期下伴随着。

打破了原有平衡，就带动着一些主要的工业品或者是能源的价格出现上涨。带动这个通货膨胀，使得可能没有那么短缺的市场，也开始出，这个事情 出现这种，五涨或者是哪个涨完另外一个涨这样一个固定规律，一般来讲在这个情况下有可能而且通常这种情况都是这个不当所带来的。就目前来看的话，我们更多关注的像太平洋，更多关注还是新兴市场。过了三个月，我们目前看，依然没有，依然没有，还是以新产业为主这个图大家相信吧，就是我们从过去的几次大周期下，它的商品的涨跌的去，你会发现最近两次。

比较强。然后，以及它的涨跌顺序上，几乎是 幅度上会有差，起势的节奏上那第二部分，我们再跟大家，再用十来分钟的时间吧，跟大家简要的给大家汇报一下，我们不同的品种接下来或者当前市场正在交易什么，以及，接接下来，四季度吧，可能需要，市场交易会交易的因素，太长期的明年的展望，我们现在还没有，后续的话我们等到应该是。那就是下个季度了，大概十月、十一月份，我们再去一下更长期的。这次的话可能是一个相对短期的一个。

那就短期内来讲的话，美石油市场最关键的一个因素，刚才已经提到了，就是海峡的，就是霍姆斯海峡的通行量的问题我们会发现它一旦恢复，那价格就是下行。然后那往后看会不会有情况，会不会有新的变化？比如说我们基于一种情景假设下，因为没有办法做太精准的前提的局势的演进的话。是吧？那如果说是未来又恢复到的对伊朗的更加严厉的制裁，或者无论多伊朗多严厉的制裁，对吧？把它的出口清零，那油价应该涨还是因为海的风远超过伊朗，那清零的影响都没有。

所以在情况下的话，我们觉得第一是阶段的反应，应该说油价会反应，且供给然后第二阶段，我们才会看到，但是油价不会持续性的暴跌。然后第二阶段，大家会意识到，这次的霍尔木兹海峡的封锁或者美伊的战争的影响，其实是有长期的深远影响。一方面，大家会发现，在这一次的美伊冲突。OPEC 的约束力，然后阿联酋已经脱离了然后也就是说，未来整体上来看，它的这个减产的协议约束力在下降，那是不是意味着它的供给能无限制的上升？那现在来看，未来限制中东产。

最大的不确定性就是这个 AI，到底是彻底通航，还是说 全球会，比如中东的国家，会这个还是会心有余悸对吧？往后看不会大量的会通过霍尔木兹海峡，有可能会致力于开发替代性的路线，就像现在沙特正在做的，东西管道，走沿途然后，那如果是这样的话，有可能在未来，会不会存在一种情况，就是说，同行的。得不到以前然后在这种情况下，市场不会定义一个，供给其实已经收缩了。因为这种运输环节的确定性带动的供给主动调整 那这是一个相对中期的一个，相对中期。

然后更长期来看的话，我但是这个就是新变化，但是现在来看的话，我们看到红海的这个航线也被波及到，所以往后看也这个不确定性还是非常大。哦，我们看到沙特的这个研报最近来讲，在八月份。另外，就是刚才说了，除了中东以外，俄乌的局势现在大家市场基本上都脱敏了，但是，你对石油市场来讲的话，不能脱敏，对吧？是实实在在的供给，然后我们会发现，最近来讲的话，伴随着俄的这个炼厂被攻击，是吧？我们看到成品油端它有缺口，也开始做成品油端的这个出口的管控，然后同时，原油侧的它的最近也。

所以，对于俄乌局势的这个演进阶段，反而开始出现了。似乎和俄乌冲突之后，以来这个比较更加严重的这样面临一个非常严重的挑战 所以我们觉得这个反而不是需要大家去关注的，也包括你说到俄乌，也包括最近前段时间这个黑海一直受攻击，导致的粮食的这个新季的这个未来一到两个月要进入到这个新季的这个粮食外运的这样一个时间窗口。如果说是波及到了农作物的粮食，这个可能才是切切实实的要比不良天气或者不利天气所带来的影响要更加的真切，也是更加的。

实实在在影响了这个。然后，所以，那这一次我们讲的，如果说后续的谈判，这个中东来讲。依然不顺利，那可能和三月份的时候、二季度时候相比较，可能局势会更加的严峻。一方面是全球的库存更低了 而且海上的浮仓已经消化完了，那在这种情况下，如果是说未来比如说海峡的封锁持续时间到八月份到九月份，那可能油价是面临二次脉冲上升的风险，而且这个脉冲的高点是不可能，而且大概率是二九这是一个短期的一个。但是，我们也要关注，这个就是我们刚才讲，因为海湾国家它的这个出口。

中断下降的比較快，而且如果我们关注它的产量，也是大概，也就是从这个图上面国家的产量，几乎是减了一半。那这种减一半的这种情况下的话，这么大量将近一千万桶左右的这样一个产量，就是未来怎么补？对吧？如果说是海峡时断时续，对吧？紧张了，船舶它走，然后这个不紧张了，又开始这个折腾地缘局势。那中东缺的这部分量的量就回不来了，就全靠替代路线往出走。我出来的还是相对有限，大概有个六七百万。那在这种情况下，那可能供给侧的风险。

都会持续的，市场也会很快去做反应，非常快。这是一个 会看到，就看一下，解封了，但

是，只要有断的风险，它的这个增产的意愿就会比较弱，它可能价格都同时，这种情况我们讲，我们刚才讲了很多有利于油价的一些因素，但是，我们讲这些有利因素为什么我们看错的？它是一个脉冲式的点，它不是一个像铜一样，对吧？涨起来之后就掉不下去了，因为它是。我们看到二季度油价从七十七八十块钱，一旦涨到一百多，全球油全球石油消费就掉到了负的。

比较做的几乎是就是两位数我们国内也是，所以这种需求的负反馈，我们说就是本身需求侧不支撑那么高的价格。所以一旦说靠供给侧把价格推到非常高的位置，它就会需求会氛围的崩塌，那我们讲经济来讲可能是经济危机，那对于石油来讲就是需求坍塌，那可能会有大量，就像今年二季度已经看到的对吧，东南亚有些国家就已经开始要居家办公，大家要少开车对吧，因为没有油了，那我们国内也受到了这个。所以这种情况下，需求受到负产。未来的态度会有及时的调整，所以对油来讲，不存在所谓的高油价值哦，因为所谓的趋势性的上升，我们不能讲。

需求不变，或者需求结构性增长，供给侧的变化。然后另外的话，我们也要去关注，这是平衡表的一个测算，可以给大家。然后另外我们尤其要值得大家关注的是，就这个后续的这个，战储的建设，这是一个长期的变化。所以我们刚才算下来，就是说那如果说是明年 OPEC 就是海峡在这个正式通航的情况下，OPEC 的增产加上，可能需求整体还比较弱，那大概率二七年我们会看到一个比较大的一个过剩，虽然二六年是一个短。二七年会转向一个过剩，那是不是意味着油价要暴跌，对吧？

那如果说是海峡持续封锁，是不是油价会？我们刚才讲的，它不大可能会持续在一个高位上。那如果说是解封了，那会不会油价会暴跌？我们觉得可能会，就是因为我们现在看到的是一个情况，二零一七年有可能会是一个二五翻版就是过剩可能会比二二年更大，但是，全球范围内的国家都要去扩战场，这样。在这种情况下，也就是说，下方在边际成本附近托底力量很强 因为，对于我来讲如果有风险，这个地缘局势发展超预期，那是一个太空。如果说是。

因为局势修复了，回归基本面，是吧？然后有色市场，有色市场来讲的话，我们整体上来看还是会偏乐观一些，但是，还是会内部还是有一些分化。我们更看多的还是会维持看多，判断的还是以铜为主，然后铝会相对会，偏中性一些，然后镍价的话，我们整体会偏。然后这个主要的一个逻辑，还是今年一方面美国铜的关税悬而未决，然后现在来看的话，非美地区的精炼铜已经开始逐步的出现一个这样的情况，也就是说今年下半年来看的话，美国继续红旗全贸易的这个库存可能概率是非常大，而且我们看到的话目前。

国内同的社会部分也出现了这样。然后，而从这个平衡表上来看的话，二六二七二二六二七年，我们综合需求加上供给的这样一个判断。都是一个，这个市场，不是一个短缺。所以对于铜来讲，我们觉得可能现在市场交易在一万三到一万四左右，我们觉得未来的高点，我们觉得在一万五左右，美金每吨。然后这个都是基于我们这后续，我们的关税还是会延续，我们的关税的预期还是会，所以说这种红的红红的红心会加剧了这个非美地区的这个是值得。

铝的话，我们维持一个相对中性的判断，大概是三千三百美金左右。然后如果说是二七年，明年之后相对长期一些判断的话，大家从平衡表上也能看得到，二六年我们看确实也有短缺，因为中东的中东的这个产能受影响，但是二七年会面临负产能压力会比较大，这个可能是。如果放到六到十二个月来看，我们特别看好这个收益率。我们单讲价格，单讲价格的话，不

是那么的。然后镍价的话，我们它本身这个基本面就是一个相对偏宽松，然后偏过剩的，下游的需求也没有明显的修复。

所以，就目前来看的话，可能它短期内会受到这个成本端的挪动移动，可能会有一些波动，然后更多的我觉得一个成本支撑，然后底部震荡的这样一个黑色系我们就不再细讲了。黑色系整体来看的话，今年出口超预期，但是也改变不了它的这个房地产周期下行过程当中的这样一个过剩的局面，在这种情况下。整体黑色市场，钢材，整体维持价格。贵金属，作为这个最近来讲吧，应该说是市场上比较明星的一个品种，大家关注度又提升了。我们要看到的是什么呢？

在黄金市场上，其实，特别宏大、特别宏观、长期的一个，这个宏观逻辑去判断去去做这个短期的交易性的投资，其实是，这个参考意义不大的。然后因为最后落实到你的买卖上，市场上你还是要落实到谁在买黄金，谁在卖黄金。比如说我们大家都在讲的这个去美元化等等，那实际上作为一个去美元化的交易，最后具体都反映在私人部门买金条上，还是央行购金上，还是央行的 E T F，还是全球的 E T F 上，还是期货市场的买需上？我相信大家很难有一个准确的一个界定。

要包括这种价格的波动也很难讲说是这个宏观逻辑的证实或者是证伪。所以从这个角度来讲，我们还是先不谈这个大的宏观趋势的判断，我们先从这样一个就是把它分成这个买需上分成了四大买需，对吧？我们从这个角度来去拆分，那现在的油价的这个，以及这个金价黄金市场上的边际的影响因素到底是什么？那我们可以看到对吧？简要的讲两个地方，第一个就是二零二二年。二零二二年大家会发现什么快速快速的的增长，对吧？原来黄色的这一部分，这条重要线是相对稳定的，就是央行购金。

政府部门的购金的话相对稳定，所以原来就是一个什么在主导，会看到私人部门的比较，同时，ETF 的买需波动是比较，时有时无，对吧？你会发现它的这个变化是比较大的，那这个就构成了就是，你这个，你其实也包括你的这个。你会发现利率加通胀，在这个央行固定稳定的情况下，这两因素模型就可以相当好的解释了但是到了二零二二年之后的话，我们会看到央行购金开始，原来稳定的因素常数项开始发生变化了，那自然就会削弱前面两个变量的解释力。

这个本质上不是和美元利率脱钩了，而是因为它的这个影响因素增加了，所以你用计量再去判断这个是这个结论。然后另外的话就是说，二五到二六年。当时市场很多人会讲说央行购金开始走稳了，对吧？确实看到央行购金开始走平，很多人会讲 25 年黄金就要见顶，实际上见顶了，实际上 25 年又冲了一把新高，二六年开始。是因为 25 年风险事件比较多，全球的 ETF 的满居版。一千分买去买，25 年上半年的关税战，下半年的伊朗地缘局势，然后二六年的话，我们反而会看到一个比较有意思的现象。

局势的演进，对吧？比如说，我们看到三月份战争打响，对吧？美伊开始封锁霍尔木兹海峡黄金反而是减持的，就是因为医药这个事情是突发的。那从去年下半年开始，全球央行全球的 ETF 就已经开始卖了，所以在三月份反而出现了，我们再看二六年回过头来再去看到，反而是一个 ETF 去化的过程，那减持的过程。所以这才是解释了为什么在过去一段时间黄金被压制的一个主要原因，它因为它是一直有买预期卖事实的过程，同时还有加息的预期的压制，然后央行购金又是相对一个平缓。

然后往后看，我们觉得未来的一个最大的不确定性点是，来自于可能就不是这个央行购金了，因为我们纵观过去历史上，就黄金，它要出现大顶的出现，这个应该在过去，之后我们也一直也一直在讲。要明确的看到美联储货币政策转向，这个，然后第二个就是央行要开始大量的抛，我们过去讲这两个因素都没有出现，所以黄金它所谓的这个投资的反身性的风险现在还没有历次出现都是这样，但是确实美元上行的过程，但是我们不用不会把美元放在里，因为一旦把美元放在里头，几乎你所有的利率这些东西都是失效的，美元只能作为一个转移预测误差的一个因素，就是如果你是汇率专家，你可以通过美元去做黄金，这个没问题，但是这个并不是能够去降低预测黄金的，对，它是一个普适的模型，这个不是。

因为会有非常强的内生性，然后另外的话就是从各变量的变化来看的话，其实也能看得到 P F。回归尤其近期来讲，然后再加上前期我们看到这个图上面，这个时候我们过去在有一个过度机油的这个加息的预期对吧？前期尤其是金价跌到这个四千元每斤以下的，我们对于对宏观，对于这个美联储的一些不加息不降息的判断，对吧？那当时就是一个非常好的介入做多的。然后但是，现在我们看到站到现在来再去的话，那现在这个预期会不会来回回摆，对吧？

那这个是大有可能的，对吧？因为年初的时候还看今年有好次好多次降息，如果当时做多进去，那二二三季度就爆仓了。所以在这种情况下的话，大家要去警惕这个预期的调整，对吧？是需要去做左侧交易，而不是做右侧。所以我们更多的是要去做预期差，而不是现在大家还去因为哦，未来要转向降息了，所以我们要去做黄金，这个不是一个主要的。反而大家现在要去关注的是，ETF 会不会有一些新的，因为现在来看的话，ETF 它。刚刚开始有一些，增持的一些迹象，而反而利率端的反应其实会比较的，然后，所以从利率端来讲，我们觉得今年更多的是关注的是一个黄金是一个区间交易型的。

然后，如果说是偏加息预期，那可能有做多的机会；如果说市场又转向比较激进的降息的预期可能会相对宽松交易了，那可能市场就有一点点交易的有点过了，然后更多的这个趋势性的这个拐点现在还没有出现，那可能短期来讲。ETF 的增持，大家对美债对美元的担心，加上经济预期回摆，带动。一定小一点。黄金的话，我不清楚，不要农产品，农产品来讲的话，刚才其实也提了不少。我们大最后从农产品的角度来讲的话，我们建议大家关注主要是几个点。

第一个就是过去农产品价格持续下行，那确实导致了一些问题，就是它的库存整体来看的话，补库意愿低，所以它的库存整体库销比处于一个相对比较低的位置。同时还有就是它的这个单产持续的往下调，然后这个因为过去这个种植的积极性在下降，所以我们看到现在全球范围内来看，因为成本抬升，使得很多商品的价格已经跌破它的成本线了。所以在这种地方，逐步筑底的阶段，同时还有这个天气端的干扰，对吧？厄尔尼诺可能也有。会带来一个向上的弹性。

我们讲不是说是这个极端气候一定是会造成粮食危机或者是粮食减产，它有概率的问题 这个概率。然后同时，我们也会。重启上来会逐步作为两生产农作物来讲，一个相对偏左侧的这样一个，现在依然是这样。我们不会，我们看到它主要还是因为减重加上成本抬升，天气只是作为一个它这个增加它向上弹性的一个因素，而不是一个。扭转行情的变量，所以大体上来讲，我们今天的这个汇报就先这么多，也是结合最近大家关注的比较多的，像中东，像

俄乌，黑海的一些问题，像最近大家讨论比较多的粮食的问题，包括对油价的这个东西。

去。去。