

2010 年 6 月 27 日

第 33 期

永安期货研究中心

永安期货研究中心

分析员：吴剑剑

电话：0571-88388014

邮箱：wj@yafco.com

从业资格编号：F0201549

金属品种轮动引发的一点思考

要点：

- ◆ 为什么 4 月中旬，多数基金属已经见顶回落，而 LME 铝却出现了犀利的补涨，创出新高，而后又一路下跌，几乎没有停顿。为什么上证指数在 2007 年可以一路上涨，冲上 6100 点，市盈率达到 70 倍，而后又在不到 1 年时间里跌破了 2000 点呢？
- ◆ 索罗斯曾说，索罗斯和罗杰斯的区别在于，罗杰斯认为市场总是错误的，而索罗斯认为市场有时候是错误的，有时候是正确的，索罗斯自己也有可能是错误的。丹尼斯说：“我在交易中积累起来的巨额财富就验证了一个铁一般的事实，那就是大多数人在大部分情况下都是错的。”
- ◆ 这样我们就得到了基金属品种轮动的两种推动力，一是产业驱动（宏观面对各个基金属基本是相同的），二是市场逻辑（比如补涨是其中的一种），而这种逻辑对于产业驱动而言可能是低效的。
- ◆ 我们是否可以将推动价格运动背后的力量分成两种：一是有效反映了市场基本供求关系、格局及估值的有效波动；二是按照市场逻辑运动的推动力，这可能是噪音，可能和整体的格局、合理的估值相背，可能是一种纯粹的正反馈运动，更可能以一种动态变化的消息相掩护。

一、上期回顾

上期永安研究和大家探讨了铜锌套利的方案，主要有两个缺点，一是主要矛盾不突出，一是比价处于近期高位，风控有一定难度。从事后的结果来看，短期效果十分不错，中期基本又回落到了 3.48 一带。当然，这其中可以通过成本探测，现货升贴水变化和库存变化等，敏锐地发现较好的离场点。到了本周四，比价又回到了 3.48，锌价又重新到了 15000 上方，铜锌又到了买铜抛锌时？

二、铜锌比价带来的思考

(一) 比价总是在曲折中前进

图 1：国内铜锌比价图



图 2：沪锌升水与库存

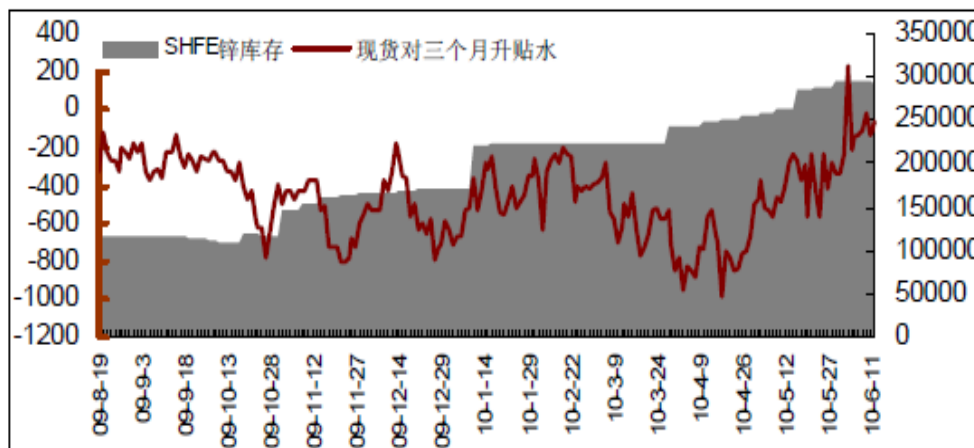
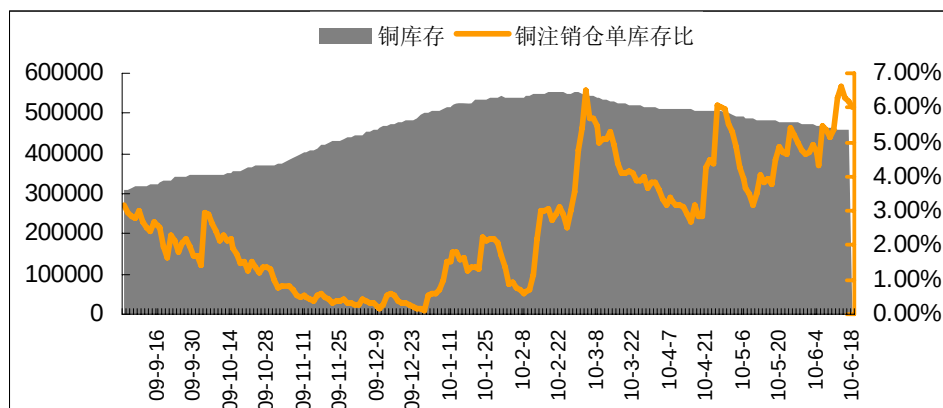


图 3：LME 铜库存与注销仓单



显然，买铜抛锌从总体上看依然是方向，因为除了锌的成本支撑外，无论是铜的基本面还是交易数据均好于锌。但是回到当前，铜锌比价拉升的空间恐依然有限。因为一旦铜反弹遇到阻力（比如说按 1X1 计算到 7050-7100 一带）企稳，锌很容易出现补涨。这让我们想起了 4 月中旬的 LME 铝，为什么 4 月中旬，多数基金金属已经见顶回落，而铝却出现了犀利的补涨，创出新高呢？

（二）索罗斯、丹尼斯给我们的启示

1. 大师语录

索罗斯曾说，索罗斯和罗杰斯的区别在于，罗杰斯认为市场总是错误的，而索罗斯认为市场有时候是错误的，有时候是正确的，索罗斯自己也有可能是错误的。丹尼斯说：“我在交易中积累起来的巨额财富就验证了一个铁一般的事实，那就是大多数人在大部分情况下都是错的。”

上面仅引述了三个人了，事实上更多的投资明星都质疑了有效市场理论，表明了很多时候，市场仅仅因为错误的逻辑而疯狂，而我们除了可以和市场一起短暂疯狂外，更可以抓住市场的错误，从而发现投资的绝佳机会。

2. 启示

无论索罗斯还是丹尼斯都认为市场很多时候会发生错误，至少是低效的，这和有效市场理论不同。换句话说，有时候市场的表现与基本面，包括产业的驱动相背，仅仅是因为市场的逻辑，而这种逻辑对于基本面和产业驱动的反应是低效的。

3. 基金金属品种轮动的推动力

这样我们就得到了基金品种轮动的两种推动力，一是产业驱动（宏观面对各个基金品种基本是相同的），二是市场逻辑（比如补涨是其中的一种），而这种逻辑对于产业驱动而言可能是低效的。

4. 对铝 4 月中旬上涨的探讨

不少投资者会提出疑问，4 月中旬 LME 铝上涨得到了基本面支持。其重要的理由是，当时有一则新闻，俄铝表示将会成立购买铝的 ETF。不说现在这则消息如何没有了下文，但是拍拍脑袋，我们就能知道 ETF 能够拯救一个过剩的行业吗？如果是，问题就简单了，我们不需要产业政策，产业引导，只要发发 ETF 就解决了。

不过这倒引发了一个思考，就是产业基本面的动态变化。显然，静态地看待基本面是不恰当的，但是问题是基本面的变化总是很缓慢，相对稳定，而市场总是有各种各样的消息，从而引发各种低效的市场走势。比如前述的俄铝 ETF，比如智利地震（当然地震可能造成更大的灾难，相对难以判断）。

这让我想起了，早年我选股的一个有效方法。当年电脑没有大面积普及，选股就是看上证报，我就是满报纸去找哪个上市公司发生了火灾、水灾。此时，股票必然暴跌，等跌势趋缓了，就买进捂牢，赚个百分之几十就抛了。当年我一无电脑，二不通晓基本分析，对于技术，也只知道 K 线和均线，却是我股票获利率最黄金的岁月。记得最著名的当属蓝田股份，一纸公告遭遇水灾，损失惨重，股价翻番后，又一纸公告，水灾冲来了大量鱼虾，公司业绩大增，成为笑话，当然蓝田后来因造假东窗事发，早已不知所踪。但我参与过印象深刻的至少就有鄂武商的火灾、中川国际的工程款事件、华源制药的药事件。多年以后市场变了吗？看 2008 年 9 月三鹿牛奶引发的牛奶事件。

图 4：伊利股份走势图



5. 动态估值

还有一个一直困扰我的问题是，记得 2007 年 6、7 月管理层上调印花税后，我便基本上停止了股票的操作，我的理由是，不需要太多高深的理论，仅凭常识和接近 50 倍的市盈率就可判定市场显著高估。当然，随后是苦闷的大半年，指数冲上了 6000 点，市盈率冲到了 70 倍。我经常在反思，我当时的想法正确吗？

有不少证券分析师告诉我，你错了。因为市场的估值是动态的，5000 点甚至 6000 点估值都是低的，所以要涨，而相反 2000 点以下，动态估值可能仍然高，市场依然要跌。按照他们的理论，他们始终是正确的，市场也是有效的，因此我们无从获利。不过，我更愿意相信，索罗斯、巴菲特、丹尼斯的说法，市场很多时候是无效的，从 5000 到 6000 点也许更像市场在发疯。

三、价格运动背后的推动力

（1）推动力

我们是否可以将推动价格运动背后的力量分成两种：一是有效反映了市场基本供求关系、格局及估值的有效波动；二是按照市场逻辑运动的推动力，这可能是噪音，可能和整体的格局、合理的估值相背，可能是一种纯粹的正反馈运动，更可能以一种动态变化的消息相掩护。

回到基金属价格之间的轮动，则一是反映了基金属品种差异的产业结构和驱动，一是市场逻辑，比如补涨，比如消息和噪音，比如投资者结构的影响（如镍在 4 月 19 日前后的变化）。在这其中，品种差异往往决定了基金属比价长期变化的方向，提供了大机会和大机遇，而市场逻辑提供了阶段性机遇和捕捉市场犯错后的绝佳良机。市场的低效就像下象棋中走了错着，抓住别人的错误总是比自己走得更优秀简单而有效。

（2）投资方法

对应同样的分析其实有多种的投资思路。记得迈克尔·刘易斯曾在书中描述过一位成功的交易员，他的特点是反映快，身体强壮，跑得快，一旦有消息公布，刺激了一品种上涨，他立刻意识到一个相关品种要上涨，跑到那个交易池下单，然后又是下一个，如此在交易中大发横财。

现实中，不少投资者在利好公布后，也喜欢做多头的交易，这无可厚非，这是市场的逻辑。但是，我更喜欢利好公布滞涨的反向交易。在我看来，这就是基本格局不变下，市场因短暂的刺激和情绪激昂制造了噪音，给我们创造了机遇。事实上，绝大多数新闻、消息都不改变市场的格局，因此像巴菲特这样的长线投资

者才能长线投资。只有少量重磅级的消息改变了整个基本面的格局，所以关键是判断基本面。

（3）对基金属的判断

有了上述的基点，判断相对就简单了。首先是整体的格局，平衡的格局未有改变的态势。因此，如果宏观面没有进一步地显著变化，铜价靠近 50000，锌价 14000 就是偏低的区域，而铜价 64000 以上就是偏高的位置。64000？多数人都会提出抗议，能到那么高吗？可 64000 那会儿，也没有谁料到 50000 以下啊。其主要意思在于，市场有时候会很疯狂，而市场的低效正是我们的良机，只是到那时候我们不要又被这个那个支离破碎的因素蒙蔽了双眼。至于铜和锌的关系，铜的基本面显著好于锌，因此铜强锌弱仍是主趋势，而且会表现为铜领涨于锌（锌在 15000 以下，由成本推动例外），但铜上攻一旦受阻（比如到最近的中轴位 57000-58000），锌反而会走强补涨，接下来又是新一轮循环。至于铝，基本面最清晰也最疲软，几乎任何大幅推升都是海市蜃楼式的幻想，而且往往预示基金属整体价格的灾难。



免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。