

| 本期摘要

今天我们说一说铝，证监会副主席方星海在过去一年里一直在腔调金融衍生产品尤其是期货领域不能出现过度投机。……事实上监管部门对于金融衍生产品的监管其中很重要的一块就是持仓和成交，两者之间的比值是很好地用来衡量市场风险情绪的指标。极端市场的反映，都不是监管层想要看到的。期货市场往往还是会产生这样的情况，尤其是极端性的因素出来扰动市场的时候。

我们将分析2010年-2017年铝价的几处异常情况，今年，市场又在炒关于铝的供给侧改革。第一、通过监管层对过度性投机和逼仓的行为先分清楚市场的结构、第二、是通过远期曲线看预期和基本面的吻合度，两者结合起来看有助于我们分析的方式和方法。

| 音频梗概

00:15

监控重点：持仓量和成交量

今天我们说一说铝，证监会副主席方星海在过去一年里一直在腔调金融衍生产品尤其是期货领域不能出现过度投机。我记得当时他讲过证监会监控的数据就是持仓量和成交量。

我们注意到最近交易所也通知了期货公司和各个账户要对过大的持仓和成交要加以注意。事实上监管部门对于金融衍生产品的监管其中很重要的一块就是持仓和成交，两者之间的比值是很好地用来衡量市场风险情绪的指标，一般会有两个组合：

- 第一个是持仓量过大，但成交量很低：由于我国期货159合约的设计，一旦出现这样的情况，两者比值过低会有逼仓的嫌疑，原则上从监管部门来讲，逼仓也是不允许的
- 第二个是持仓量很大，但成交量更大：两者比值呈现非常高的数据，其实反应的是过度的成交。举个例子来说有点像是换手率了，一张合约成交一天，换手个四五十次.....

两种情况都是极端市场的反映，都不是监管层想要看到的。期货市场往往还是会产生这样的情况，尤其是极端性的因素出来扰动市场的时候。

02:15

从2010年-2017年的铝价图表中找异常

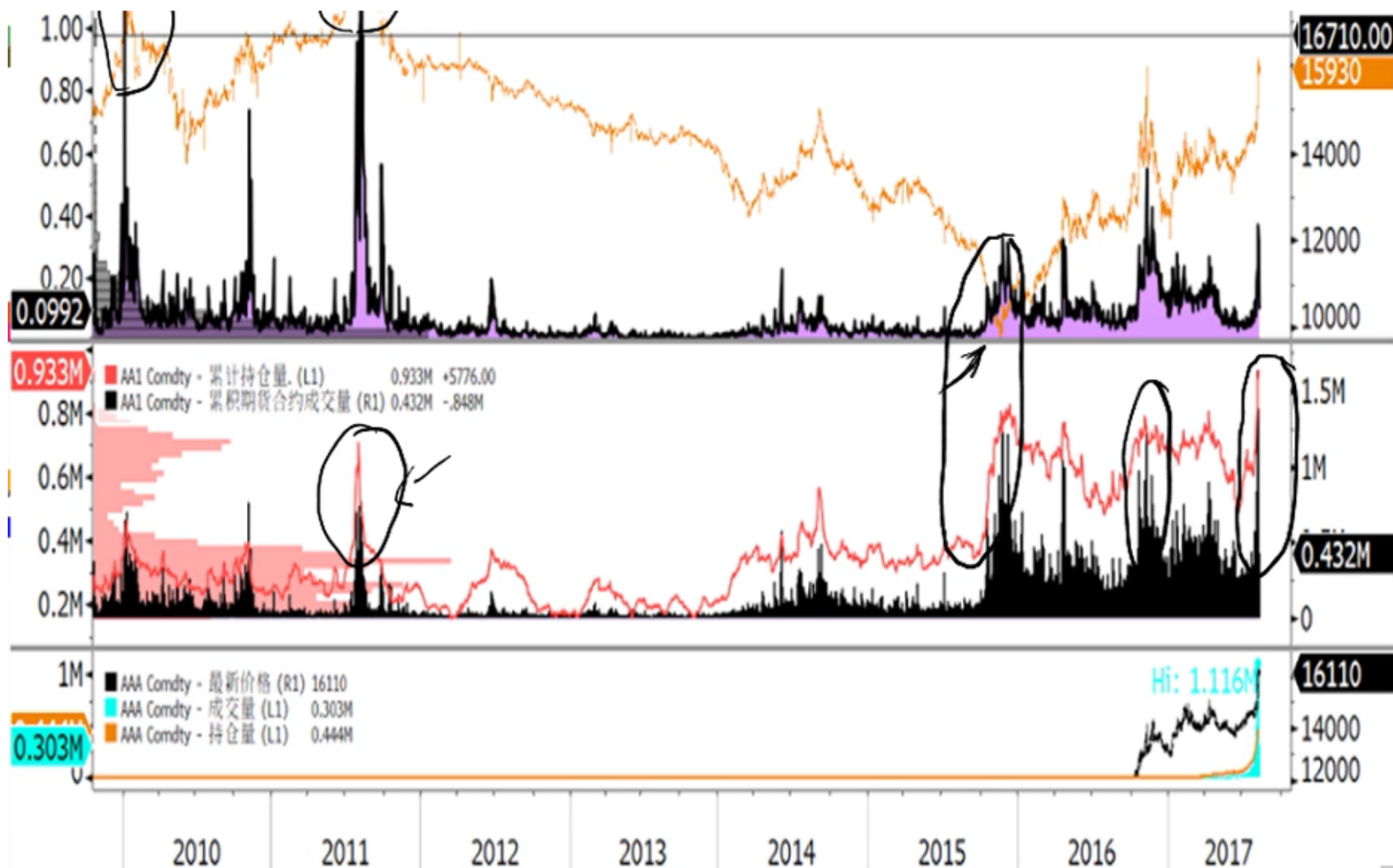
从这个角度来切进来看一看铝，右侧图放的是2010年-2017年铝的价格，我们能看见几个异常的地方：

- 2009年-2010年初，有个非常大的尖，这个过程中成交量和持仓量极速放大；
- 2011年大概就是16000-19000左右的过程中，实际也是出现了类似的情况

这样的情况在刚才的解释中，比值都是偏大，从监管层来看都是有过度性投机的嫌疑的。当然不是说价格向上才是过度性投机，向下也可以是过度性投机——恐慌导致的过度性抛盘。

- 在2015年年末，铝的价格从12000跌到10000的过程中，也是成交量和持仓量快速放大，很典型的过度向下做空的投机
- 2016年年末也出现过一次
- 现在的情况也有些类似





AAA Comdty (SIF60期货) AA1 VOL OPEN INTER 每日 07JUL2011-05SEP2017

Copyright© 2017 Bloomberg Finance L.P.

13-Aug-2017 21:11:45 01

03:53

一个非常好的风险管理工具

从数据上去分析并不是要判断价格的涨和跌，其实和监管层的态度是一样的：这是一个非常好的风险管理的工具，当遇到这样一个情况，对于我们理解整个价格是很有帮助的，让我们明白是什么因素导致了这样情况的产生，以及我们知道这样的情况是属于怎样一个范畴，那么对于价格的合理与不合理的解释就比较好把握。

并不是告诉大家说过度性投机之后未来肯定会是V字形反转，虽然从这里来看似乎都是未来V字形反转的情况，但还是要强调这是一个风险监控的手段，并不是判断价格和价格绝对性趋势的东西。

04:52

2011年6月：铝的“沉默”属性与外围扰动

在2011年的6月份，当时发改委宣布上调电价，其中所有的主产区甘肃、山东、河南均在其内，所以当时提供了一个非常好的因素，当然外围环境也比较适合，再加上成本的抬升，投资者对于铝价炒作的心态就出现了。

但事实上当铝价被快速推高了以后，市场上一度把铝市场推成了backwardation，实际上造成国

内电解铝生产企业在利润还不错的大规模衍生出保值，资金在随后快速平稳退去以后，你会发现实际上铝的基本面结构并没有发生变化，反而是当时电解铝生产企业在这个过程中完成了保值的状态，实际上资金的情绪也是快进快出的打法：因为铝这个东西的确很沉默，大部分时候没有太好的故事去讲，一旦有一点外围因素扰动就会快速有资金介入。

06:50

2015年底：向下过度性投机的一个典型情况

在2015年年底，实际上是个典型的过度性投机。铝以contango的形式向下跌，基本面情况当时看上去好像很差。

事实上这种过度性投机我们认为到了一定水平的时候未必合理，因为contango会越来越平。事实上到了2015年年底的时候价格曲线越来越平，基本面因素越来越有些利好的情况出现，电解铝行业全面亏损，行业开始整体保价，类似于跌透了亏多了开始停产保价。而远期曲线开始越来越平滑，这个时候其实并不有利于进一步大规模做空。市场投机情绪一旦被消耗掉了以后，市场价格

也快速回来，整个曲线快速回归，这是一个向下过度性投机的典型情况。

07:33

2016年底：基本面支撑的阶段事件炒作

2016年年底的成交量和持仓量的快速放大，其实是一个有不错的基本面支撑的情况，当时主要是炒一个阶段的低库存和西部运输中断——阶段性的供应真空期。

所以那个时候价格的抬升我们能看到远期曲线上扎扎实实有backwardation，在铝还是过剩的情况下在远期曲线近端推出back，说白了当时的低库存和运输问题还是有故事可讲的。但价格迅速推高到15000以后，实际上这种backwardation也遭遇了一个问题：随着运输的恢复，铝的高价甚至带来了这样的情况：铝从新疆用火车运到甘肃，再通过汽运形式运出来都能赚钱。铝价也快速上去快速下来，但还是有很好的基本面支撑的，我们在远期曲线上也看到了基本面的反映，当然投机度确实也不低，也导致价格在12000-15000之间剧烈波动。

今年的供给侧改革，两个方面结合看！

今年，市场又在炒关于铝的供给侧改革，且不说供给侧改革后基本面到底是一个什么情况，我觉得从远期曲线上来反映是最直观的。当铝价再次推高到15000-16000以后，按照故事去推的话：

- 第一投机度还是起来了，这说明资金的行为还是比较热闹的。
- 第二是我们注意到当下价格推上来以后远期曲线居然还是contango，这说明基本面的情况还不如2016年好。因为如果说真的供给侧改革对市场预期非常浓厚的话，我们发现结构的变化在当下并没有出现；看一下当下的库存的话，16年的时候显性库存还是低库存，而现在处在非常高的一个水平。运输的问题也没有，属于一个高库存。

产业链的角度来看，一吨现在3000-4000一点问题也没有，很多铝的企业如果能够不怕资金扰动、大量保值的话，利润还是比较客观的，应该说全行业跟下面亏损的情况是不太一样的。从这个结构上来看，目前来说至少和我们预期的基本面是不吻合的，实际上这种投机度背后蕴含的基本面可能还不如2016年的故事好。未来可能有两种情况：

- 第一，铝的企业在去产能并不一定是去产量，如果未来产量和库存还激增的话，结构一定在高

位保持contango，对多头来说时间越久越不利，只能寄希望于基本面把远期曲线改变过来，当然这是一个假设前提条件，目前预期的基本面和预期的供给侧改革能够使得价格处在不跌的水平上，比如15000-16000，慢慢地远期曲线结构从contango能够转成back。这就说明我们的预期对于供应的影响事实上是可以被大家认可。

- 第二，这种预期目前来说并没有反应在曲线上的话，实际上预期和供应的收紧之间是不匹配的，这样的话就必须防范过度性投机的问题，一旦持仓量往下减，成交量往下萎缩的话，这个价格就缺少基本面的支持，则是最不利的情况。

两个导向通过这样的分析，其实是想说明我们可以：

第一、通过监管层对过度性投机和逼仓的行为先分清楚市场的结构、

第二、是通过远期曲线看预期和基本面的吻合度

两者结合起来看有助于我们分析的方式和方法。

制作人按：为了大家能更全面学习到付总在投资上更为系统的逻辑，今后每一次更新都会整理一份相关内容的时间轴供大家参考

｜《付鹏说》关于远期曲线分析的相关时间轴

[【085】原油远期curve比绝对价格更真实，三张图揭秘油价逻辑 | 视频内训](#)

-end-