中国证券网 cnstock 理财

上海证券报 与 www.cnstock.com 即时互动

星期三 2008.1.16 责任编辑:朱建华 赵艳云 美编:单凌鹤 C1

金市存在极大跨市套利机会

上周黄金期货在上海期交所登台亮相，整个市场交投可谓活跃，但离奇的上海期金高定位可能令不少投资者感到茫然，投资者难以预计这种与国际金市严重脱轨运行情况能够持续多久，这种脱轨运行的程度还会不会进一步加剧等。由于期货具有多空的双向操作机制，不合理的市场价格定位也会带来极佳的操作机会。为此本文着重介绍一下目前国内期金定位过高下的极佳跨市套利机会，可以说是一种零风险的套利机会，这对风险厌恶型大资金而言具有较大参考价值。

⊙威尔鑫投资研究中心 杨易君

“黄金期货”高定位带来极佳套利机会

由于黄金在同一含金量标准下具有同质性，故同一品种的黄金在开放式的全球市场定价应该统一，哪个区域性的小市场相对于全球主导市场价格定位过高，则该市场理应面临较强的套利抛压，相反则理应面临较强的套利买盘。目前上海期金的高定位使得市场正面临这样的极佳套利机会。假如有机构投资者在上海期金上市首日，因为其定位过高而在6月期金上卖出1吨黄金，假设卖出价格为230元/克，合约总价为2.3亿人民币，机构保证金假设为10%，即该笔合约所需保证金2300万人民币。但由于我们卖出后也不敢肯定金价的绝对涨跌，故可以考虑在主导型的美国COMEX期金市场买进1吨合约的6月期金，当日的买进价格在904美元/盎司附近，1吨黄金约合32150.72盎司，即合约价值2906.425万美元，假设保证金10%，即该笔合约保证金需要290.6425万美元。由于所有期货金到期时的价格将与现货金价看齐，所以上海6月期金到期时的价格，将与COMEX6月期金到期时的价格一致，唯一不确定性的是目前人民币汇率与6月期金到期时的人民币汇率差异。

假设6月期金到期时与国际现货金价一样为1000美元，同时假设人民币兑美元汇率维持目前的7.265不变。1000美元的6月期金到期价格折合人民币为233.57元/克，那么我们在上海期金以230元/克做空1吨黄金将亏损100万克×(233.57−230)元=357万元人民币。而在美国COMEX6月期金上以904美元做多一吨黄金将赚取32150.72盎司×(1000−904)美元=308.646937万美元，以7.265不变的人民币兑美元计算，折合赚取人民币2242.32万人民币。即这笔跨市套利的操作净赚2242.32−357=1885.32万人民币。这可是一笔零风险的套利收益。即便假设当时的人民币兑美元汇率升值为7，也会存在1803.5万人民币的无风险套利收益。

套利操作需要有充足的保证金

上述套利操作需要注意的是不管是内地期金，还是在美国期金市场都需要有充足的保证金，不能使任何一个市场存在因价格反向变动而爆仓的情况。另外就是要注意人民币升值风险带来的收益缩减，但在实际操作中，我们可能不用等到到期日即可见到两个市场价格的接轨情况。此时，我们可以在两个市场到期前提前平仓即可实现这笔无风险的套利收益。这笔稳定的套利收益与国际金价涨跌到什么程度无关，只需要两个市场价格完全接轨即可，即这种操作可以完全规避金价任何变动的风险，不需要你费心思去判断捉摸不定的金市行情，你只需知道这两个市场什么时候接轨，而接轨又是必然的结果，最迟在到期时等于现货金价，故称为零风险。

没有境外渠道的机构投资者如何操作

当然，并非所有机构投资者皆有境外的黄金投资渠道，这一点，商业银行的投资部门似乎有得天独厚的优势。当然，没有境外渠道的机构投资者也可以在境内市场进行跨市套利操作，而且还不用考虑人民币汇率变动的风险。目前上海黄金交易所的现货金价与国际金价接轨程度很高，可以将在上海黄金交易所现货市场的操作参考美国COMEX期金市场来进行。上海黄金交易所的AU(T+D)也是一种与国际金价高度接轨的保证金交易，可作为套利参考工具，但投资者需要计算现货的持仓成本。对于资金量较大的机构，也可以直接在上海金交所买进现货黄金，不采用资金杠杆。当然，这样会占用更多的资金。上述的套利操作，非常适合一些闲置资金量很大的机构或公司。目前上海期交所的期金相对于国际市场对应的期金品种，仍存在较高的溢价，这种套利交易依然可以继续采用，直到国内期金与国际期金基本接轨为止。

完成回探 再度上攻

周二沪深两市遭遇到大盘蓝筹股集体下挫的拖累，股指出现跳水行情。而大量的非权重股则我行我素，有近千个股上涨，“八二”行情再现。从大智慧TOP数据看，5日机构与20日机构同步增仓的农业、钢铁、3G与稀缺资源板块明显坚挺，而银行股的技术性反弹成为机构新减仓的时机拖累指数下跌。从技术上而言，股指由蓝筹股杀跌完成对5200点−5460点之间的上升通道的回抽，30分钟遇到下轨形成支撑，而60分钟则遇到中轨止稳，日线则处于强势调整之中，预计股指将在惯性下探考验5400点之后产生强劲的反弹，5518点是阻力位置。 (万国测评 王荣奎)

首席观察 来稿请投:zhaoyy@ssnews.com.cn 联系电话:021-38967875

A股市场短线震荡不改向上趋势

⊙上证联 沈钧

在市场连续上涨，尤其是深证综指周二再创历史新高之后，市场出现一定的调整压力。加上中国石油和金融权重板块的大幅下跌拖累了股指，导致大盘震荡调整。不过上涨家数远超过下跌家数，显示个股热点仍然非常活跃，市场继续呈现“八二格局”。

主流活跃资金在题材股中轮动

两市在权重指标股几乎全线下挫的情况下，盘中个股活跃度仍然较高。本轮行情主题投资的特点相当明显，从前期的奥运板块，到草甘磷和纯碱价格上涨引发相关个股的强劲走势；再到电信传闻引发3G股的活跃；以及“家电下乡”的政策刺激家电类个股周二整体涨幅居前，都显示出主流活跃资金在题材股中轮动。

本轮主题投资行情并未脱离市场基本面，在原油价格高企的宏观背景下，生物替代能源迅猛发展。芝加哥期货交易所(CBOT)玉米期货上周五大涨至十一年来高点，大豆期货上周五跟随玉米和小麦期货涨势，大幅收高至纪录高位。同时化肥和草甘膦的行业景气得到了提升，国内草甘膦行业将成为最直接受益对象。此外，钾肥的需求大幅提升，带动了相关农业股的走强。在通货膨胀的背景下，农产品价格的上涨预期已成为机构资金配置农产品的直接牵引力。总体上，市场机会更多地在中小盘的个股之中，正是个股的大面积活跃推动了大盘震荡回升。

蓝筹股疲弱难以掀起业绩浪

由于去年蓝筹股炒作过度，近期虽有所调整，但绝对升幅依然较大，导致年报业绩的增长预期已经体现在目前股价中，这注定了目前蓝筹股难以掀起业绩浪。另外股指期货的延期推出，也是部分权重股疲软不振的重要原因。目前中国金融期货交易所的分层会员结构虽已基本建立，但由于商业银行及基金参与股指期货等一系列配套法规都还没有公布，今年三月份前推出股指期货的可能性不大，权重股因而陷入沉寂。另外港股近期出现连续调整行情，中石油和中石化也出现较大幅度的下跌，这些都对A股股价形成较大的拖累。

本币升值受益股调整压力有限

当前市场的低迷主要来源于银行股、地产股，以及中石油和中石化等权重股的疲软走势。但此类个股本身已经出现技术上的超卖，而且从基本面看，银行股在2008年业绩增长相对确定，地产股的人民币升值推动力依然存在。而人民币兑美元周二大幅升值112个基点，首度突破7.25关口。人民币加速升值不仅对整个市场提供了流动性，而且对银行、地产等本币升值受益股的支撑力度较强。因此后市此类个股持续调整的压力并不大，这意味着大盘的调整空间有限。

从周边市场看，本周美国将公布一系列宏观数据，同时还有备受次级债损失所拖累的主要银行，包括花旗集团和美林公布业绩，周边市场的动荡仍在持续。在目前周边市场动荡的背景下，多空分歧加大，市场热点轮动加快，而沪市5500点上方的压力本身需要消化，如果大盘权重股没有作为，市场会以震荡调整的态势，以时间换空间，短线震荡不改向上趋势。

投资问真

坚持怎么就那么难?

我股龄有8年，然而直到现在我才真正明白价值投资和长期持有。

这几年投资基本都是亏损。前5年我做技术分析，笔记做了3大本，每天研究股票。因为要上班，早上第一件事就是看电视股评；晚上看股，自己还编程序、建立公式、看金叉和死叉，然而效果很差。于是觉得继续这样下去不行，与其这样，不如好好想想，还有没有别的方法呢?那就试一试价值投资吧。

于是在2006年2月买了现代投资(000900)，当时考虑业绩比较稳定，每年业绩有增长。中国船舶(600150)，我在23元时候就开始看起 (当时没有说整体上市)，到300元，一直没有买入。因为在当时市场该股市盈率还是高的，股价也不便宜。我也买过上海机场，因为对权证不熟悉卖掉了；还买过山东黄金，11块多买的，7块多还补过，记得当时是说美元要贬值，黄金要涨价，可是守了一段时间，反而美元强势，又卖掉了，错过了一只牛股啊! 不过有可能也守不住。只有现代投资是守到2007年1月卖掉了。若守到现在也不少了。

随后一直空仓到“5·30”后下跌才进入。“5·30”下跌，觉得机会来了，只买了2只股票，21块买入招商银行和31块买入中国人寿。然而因为指数在高位，没多久又全卖掉了。长期持有怎么这么难呀?

在去年11月初下跌的时候，我又觉得机会来了：在42.38块买了招商银行，并在36.5块补了些；50.30块买入中兴通讯（该股在65.50块还是没守住，怕下跌，出了一半)；又在27.15块买入了万科A。想想2008年就这样布局，守住就行了。可我还是怕我守不住啊!在此，向老师和各位股友请教，怎么才能解决长期持有的问题。我真的怕我手贱，又没守住啊! (大军)

编辑的话： 刚刚过去的2007年无疑是投资者难得一遇的大牛市，但有一个统计发人深思，那就是超过半数的散户没有赚钱。近日在网上看到署名大军的帖子，所言情形很有代表性，可以说反映了相当一部分散户投资者的心声。故刊登此文，希望能作为一个话题引起大家来讨论，通过集思广益找到好办法，从而更好地把握住2008年股市投资机会。

专栏

A-H股大幅价差会否引来大股东“套利”

⊙中证投资 徐辉

香港联交所近日披露，中远集团在1月4日、7日和8日的三天内，共出资1.2亿多港元增持中国远洋(1919.HK;601919)610万股，买入均价约为19.67港元。在此之前的1月3日，中国远洋已完成非公开发行A股股票，发行价格为30元人民币，向中远集团收购其下属的主要干散货航运公司股权项目。在这样一个紧凑的股权摊薄、继而又增持过程中，中远集团可谓完成了一次对中国远洋A股、H股之间的“准套利”操作。当然，这一操作并非纯粹的抛出A股、买进H股的行为，而是通过购买大股东属下的股权项目作为媒介。

“套利”行为有利于大股东

对于中远集团增持中国远洋H股的原因，各方已经做出了回应，中远集团的答复是出于长远战略方面的考虑；而市场方面则认为大股东增持上市公司股权，表明其对长期业绩增长的信心，并且可能会有进一步的注资举措。事实上，我们更加关心的是，中远集团此举会否引发更多的大股东A、H套利的行为。而在制度性缺陷下的大股东A、H套利行为，显然有利于上市公司大股东。一旦套利、或者准套利成风，其A股股价有可能面临较大的压力。

我们打个比方，一家两地上市的公司大股东，通过定向增发把一个其旗下项目卖给A股的新进股东。由于A股新近股东的买价要显著低于当前A股交易价格，这些新进股东会比较满意；由于增发被摊薄的大股东股份比例可以通过购进H股进而维持原有水平，而购进H股的价格又只需要A股价格的一半左右。在这个过程中，似乎没有谁不乐意。但仔细一想，我们会发现大股东是最受益的一方。因为其卖出资产是以A股股权价格来进行参照（增发A股购买大股东资产)，而其购进资产却是以H股的价格进行参照。也就是说，大股东利用了两个不同的价格参照系，成功地完成了一次“准套利”的操作。而A股投资者却是不利的一方，因为在A股上市、增发都是以A股的价格体系来作为参照的。

显然，这是A、H股之间的割裂造成的。事实上，在2005年、2006年有很多大股东增持H股的案例。但问题是，目前A、H股之间的估值差异高达100%，这样的套利、或者准套利行为肯定会对A股市场造成影响。

“套利”一旦成风将会如何

首先，会有更多的大股东进行A、H套利吗? 如果从纯粹的受益的角度来考量的话，在利益最大化的驱动下，大股东完全存在两地套利的可能。一方面，A、H股当前差价已经在100%左右，而且目前两地同时上市的公司数量不断增加，这加大了大股东实施套利的可能；另一方面，目前并没有法律、法规来制约大股东进行A股、H股套利，而之所以显著进行直接套利或间接套利的例子不多，更多的是源于管理层的意图或者道义的因素。但是，即便不能进行直接的套利行为，类似中远集团这样基于战略目的，进行间接套利也可能对其A股形成实质性的影响。

其次，从监管的角度来看，由于这种套利、或准套利行为已经多多少少影响到了中小股东的利益，那么我们是否应当出台相关措施，对中小股东的利益进行合理的保护。比如，我们可以规定一个刚刚完成A股回归、或者A、H同时上市的公司，其大股东应当在一定的年限(比如2年内)不允许在H股进行增持，如果要增持也只能在A股市场进行增持。这样的话，大股东和中小股东就处在同样的位置上，相对来说比较公平。

最后，作为中小投资者的应对，笔者认为应当更多地基于价值的角度来进行投资。很显然，同时存在A、H股或者同时存在A、B股的公司，其H股和B股显然是更加值得投资的，如果我们购进价格更高的A股，就应当有相对充分的依据来保证投资的成功。

股票|必读|行情|个股|行业|研究|新股|机构|名家|基金|债|中小板|黑马|港股|学校|数据
大赢家财富网 WWW.788111.com 中国金融信息服务提供商
赢家频道 V.788111.com 赢家频道 步步为赢
小市值VS大蓝筹，深强沪弱为哪般?
股海罗盘 分析每日盘势变化，捕捉热点板块，解读个股上涨下跌的前因后果。
股海赢家 精彩视频带你走进多空博弈的中国股市，帮助你成为股市赢家。
咨询电话:4006-788-111
教你理财:10:00-10:30 14:30-15:00 股海罗盘 股海赢家:15:30-19:25
特邀行业资深分析师：陈模、李春斌、万沙

cnstock 理财
本报互动网站·中国证券网 www.cnstock.com
今日视频·在线 上证第一演播室
“TOP股金在线”
每天送牛股 高手为你解盘四小时
今天在线:
时间:10:30-11:30
三元顾问 …… 陈林展
时间:13:00-16:00
罗利长、巫 寒、陈 钟、高卫民、罗燕萍
侯英民、吴 磊、吴青芸、赵 伟

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明:在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系