

期货 赢在韬略

魏学英 何晓春 李 铮 著

灵活地运用期货工具与交易策略

LINGHUODIYUNYONGQIHUOGONGJUYUJIAOYICELUE



期货套利交易策略

期货套期交易策略

向投资大师学习交易技巧

期货实盘操作中的战略



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

期货——赢在韬略

魏学英 何晓春 李铮 著

企业管理出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

期货——赢在韬略/魏学英、何晓春、李铮著. —北京: 企业管理出版社, 2011. 6

ISBN 978 - 7 - 80255 - 820 - 5

I. ①期… II. ①魏…②何…③李… III. ①期货交易 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 091428 号

书 名: 期货——赢在韬略

作 者: 魏学英 何晓春 李 铮 著

责任编辑: 笑 言

策 划: 闫书会

书 号: ISBN 978 - 7 - 80255 - 820 - 5

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 00048

网 址: <http://www.emph.cn>

电 话: 出版部 (010) 68414643 发行部 (010) 68414644

编辑部 (010) 68416775

电子信箱: 80147@sina.com zbs@emph.cn

印 刷: 北京中新伟业印刷有限公司

经 销: 新华书店

规 格: 170 毫米×240 毫米 16 开本 13.25 印张 178 千字

版 次: 2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 32.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前言

理性的期货交易

20年弹指一挥间，我国的期货市场已经由初期的试点成为世界上成交量排名靠前的市场。

面对世界经济的全球化潮流，我国的部分企业已经今非昔比，能够熟练地利用期货市场进行套期保值业务，管理大宗能源原材料价格变动的风险，我国的投资者也堪称世界上最有智慧的人群，虽然目前中小散户作为期货市场主体，但他们也将中国的期货市场做得风声水起，使市场有充沛的流动性。从一定程度上讲，他们都是我国期货市场发展的功臣。

然而，我们也不得不看到，我国的企业在利用期货市场进行风险管理方面，与成熟的市场国家比，存在着较大的差距，水平参差不齐；有的期货投资者还缺少正确的投资理念和方法。因此有着经验教训的期货先行者们，理论联系实际，总结过去，学习理论，有所感悟，再用通俗易懂的语言与后来者进行交流，应该是我期货市场建设的一件幸事。

理性的期货交易需要正确的投资理念、原则和方法，需要科学的市场分析和良好的心理素质，而不是盲目的判断或者被恐惧和贪婪所困扰。

正确的市场分析方法是人们得出正确结论的前提，有人侧重基本因素分析，即所谓的基本面判断；有人侧重技术分析，即所谓的技术派，更多的人是基本分析与技术分析相结合。无论如何，根据自己的知识结构和个性特点，形成自己的分析方法，是非常重要的。但形成自己的分析方法必须向前人学习，向成功者学习。





进行期货交易，必须具备正确的投资理念，投资理念是期货投资的哲学基础，是成功投资者思维模式和行为方式的概括。从投资大师到股民、期民，成功的原因都是相同的，进行总结的话，发现都是共同遵守了正确的投资理念，例如，“市场永远是正确的”、“顺势而为”等。

期货投资的原则是投资理念的具体化，是在期货交易过程中应该遵守的，例如资本保障的原则、限制亏损和放大盈利的原则、止损和止盈的原则等。

在正确的投资理念和原则的基础上，期货投资的技巧是非常重要的，期货交易的技巧也称为交易策略，这也是本书重点探讨的一个问题。

巴菲特讲过一句名言：当别人恐惧的时候我贪婪，当别人贪婪的时候我恐惧。实际上是告诉大家，要战胜恐惧与贪婪，保持理性的心态。本书另外一个重点是与读者探讨交流市场心理方面的问题。

为帮助企业了解期货市场价格发现和避险功能，合理运用期货投资的技术与策略，几位作者编写了这本知识性读物。

作者大多历经我国期货市场的发展历程和风险事件，他们编写本书的初衷是要用十几年来在期货市场上摸爬滚打的经验或经验，提示读者：期货赢在技术和韬略。

中国农业大学期货与金融衍生品
研究中心教授、主任、博士生导师 常清

2011-2-20

目 录

第一章 期货的套利交易	1
一、套利交易的功能与特点	2
二、套利交易常见类型	5
三、套利交易基本流程	13
四、套利交易操作应注意的问题	15
第二章 期货套期保值交易策略	19
一、期货套期保值的原则与策略	20
二、套期保值中的基差理论	22
三、企业套期保值的前期准备	26
四、理性认识套期保值	28
第三章 投资大师的经典理论	34
一、水因地而制形，兵因敌而制胜——道琼斯及其 趋势理论	35
二、艾略特的波浪理论——神奇的波浪和数字	40
三、奇妙的黄金分割率——0.618	45
四、江恩理论及其市场释例	47
五、江恩角度线的实际应用	53
第四章 技术分析入门要素	58
一、技术分析的特点与方法	59
二、K线理论	62





三、形态理论	67
第五章 实盘操作中的战略战术	91
一、期货交易实盘操作失败解析	92
二、正确的市场预测	97
三、大户操盘手法	105
三、大户持仓	121
四、资金管理	125
五、买卖策略	129
第六章 日内短线交易韬略	135
一、日内早盘、尾盘投机策略	136
二、日内交易常用策略	144
三、日内短线交易应注意的问题	156
第七章 现货交易策略与期货市场延伸功能	158
一、大宗商品价格变动趋势	159
二、价格波动对企业的影响	163
三、现货企业套利套保策略	164
四、如何利用期货市场延伸功能	177
附录1 常用交易术语及名词解释	184
附录2 国内外主要期货交易所简介	199

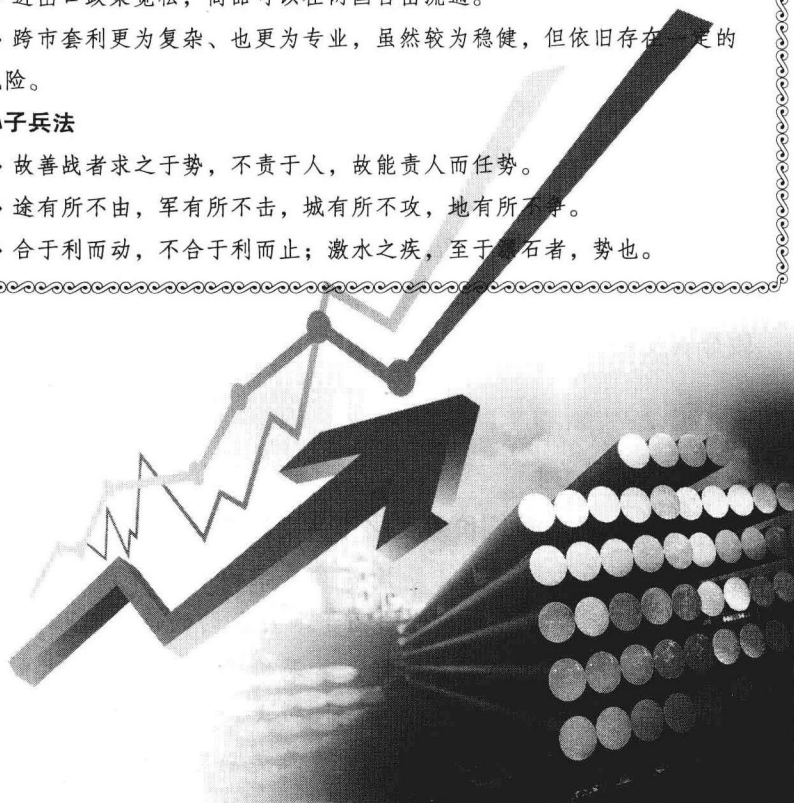
第一章 期货的套利交易

套利交易原理

- ➔ 由于存在地域和时空的差异，同一种商品在不同国家的期货市场上往往存在合理的价格差异。
- ➔ 期货交割标的物的品质相同或相近。
- ➔ 期货品种在两个期货市场的价格走势具有很强的相关性。
- ➔ 进出口政策宽松，商品可以在两国自由流通。
- ➔ 跨市套利更为复杂、也更为专业，虽然较为稳健，但依旧存在一定的风险。

孙子兵法

- ➔ 故善战者求之于势，不责于人，故能责人而任势。
- ➔ 途有所不由，军有所不击，城有所不攻，地有所不争。
- ➔ 合于利而动，不合于利而止；激水之疾，至于漂石者，势也。





期货

赢在韬略
qihuoyingzaitaolue

在本书的序言中常清先生就指出，期货是理性的交易。在期货市场中存在着种类繁多的交易方式，其中套利交易以其较低的风险、稳定的收益，成为理性交易者常用的一种交易方式。然而，一些初次与期货打交道的企业管理人员并没有理解“合于利而动，不合于利而止”的套利精髓，没有合理判断套利时机是否成熟，套利价差是否达到经验模型所要求的经验极值、价差的波动趋势是否适应套利的方向，而是简单地认为只要“一买一卖”就可以稳享利润，错误地选择了时机和交易方向造成亏损。本章主要从套利的理论基础出发，让从事期货之易的了解套利交易的主要方式与基本交易策略。

一、套利交易的功能与特点

1. 基本概念

所谓套利交易，通常交易者是买进“价低”的合约，而卖出“价高”的合约。在进行套利时，交易者注意的是合约之间的相互价格关系，而不是绝对价格水平。正如一种商品的现货价格与期货价格经常存在差异，同种商品不同交割月份的合约价格之间也存在差异；同种商品在不同交易所的交易价格变动也存在差异。由于这些差异的存在，使期货市场的套利交易成为可能。请看近二十年来伦敦金属交易所铜价的变化趋势。



案例

伦铜价差变化作为交易信号的运用

期货市场上同一期货品种近远月合约间的价差是一个非常重要的观察指标，现货月合约价格高于远月合约的情况被称为多头排列，通常可以理解为现货需求较好，如果价差呈现不断扩大的迹象，可以认为期货价格未来上涨的可能性较大。对于期货交易而言，价差结构也是影响收益的重要因素。随着交割期的临近，远月合约价格

向近月合约靠拢，在期货合约呈多头排列的情况下，多头向远月迁仓可以获得一定收益，空头持仓换月成本增加。相反的情况下，如果价差结构呈近低远高的空头排列，多头持仓换月成本增加，空头向远月迁仓则可以获得收益。

期货合约差价变化是套利交易的重要信号。以伦敦金属交易所（LME 市场）1982 年 1 月～2010 年 11 月铜价变化为例，1982 年 1 月～2010 年 11 月现货升水扩大或贴水减少的有 731 周，其间铜价上涨的有 425 周；现货升水减少或贴水扩大的有 757 周，其间铜价下跌的有 396 周；此外价差持平的有 20 周。这意味着在现货升水扩大或贴水减少的情况下，铜价上涨的概率是 58%，而在现货升水减少或贴水扩大的情况下，铜价下跌的概率是 52%。从指标使用的角度而言，价差变化用来预测价格上涨比预测价格下跌的可靠性要大些。

表 1-1 伦铜价差出现利多变化及价格上涨情况统计表

伦铜连续 N 周现货升水扩大或贴水减少	A 发生的次数	A 发生的概率	第 N 周铜价上涨出现的次数	A 发生的情况下 C 发生的概率
A	B	(B/1507)	C	(C/B)
N=2	180	11.9%	103	57%
N=3	76	5.0%	46	61%
N=4	29	1.9%	15	52%
N=5	12	0.8%	6	50%
N=6	5	0.3%	2	40%

对数据进行进一步统计，我们得到一份记录价差连续发生利多变化出现的次数，以及该情况下铜价上涨次数的表格，需要说明的是，表中对于 N=2 出现次数的统计包括了 N=3、4、5 和 6 出现的情况；类似地，对于 N=3 出现次数的统计则包括了 N=4、5 和 6 出现的情况。这样分类符合实际情况，如果价差连续两周改善，未来





期货

赢在策略
qihuoyingzailue

是否会继续改善我们不能判断，但如果价差连续三周改善，则第三周的上涨概率会达到 61%。如果我们直接以 $N=2$ 作为交易信号，则交易次数为 180，第三周价格上涨即赢利的交易次数为 99，交易胜率为 55%。所以，如果价差结构发生利多变化，并且预期可能持续 1~2 周，可以初步作为买入交易信号，但在实际交易中投资者应根据对价格趋势的分析，结合其他技术指标使用。^①

伦铜价差变化的趋势说明，套利交易是期货价格发现功能的重要体现。它丰富和发展了期货投机的内容，使期货投机不仅仅局限于期货合约相对价格水平的变化。如果价格的变化趋势与其预测相一致，交易者即可以从中获得利润。

在进行套利交易时，交易者注意的是期货合约之间的相互关系，即期货合约之间的价格水平差异，这种差异也就是价差关系。通常这种价差关系是相对稳定的，而一旦市场条件发生变化，原有的正常价差关系就可能出现反常变化，套利者就可以抓住这种反常情况进行反向对冲以获取利润。因此，对套利交易者而言，要抓住两个机会。

(1) 两种合约的绝对价格并不重要，重要的是两种合约之间的价差关系。因此，投机者在进行套利交易给交易所的经纪人下委托买卖指令时，不必指定买卖两种期货的实际价格，而只要给出价差、在什么时候买进或卖出合约即可。

(2) 行情的走势并不重要，即价格变动的方向并不重要，重要的是两种合约的价差必须变化。

2. 套利交易的功能

套利交易丰富和发展了期货投机交易的内容，并使期货投机不仅仅局限于期货合约绝对价格水平变化，更多地转向期货合约相对价格水平变化。因为在期货市场中投机的功能是发现价格，那

^① “光大期货”曾超《期货日报》2011 年 2 月 8 日

么套利的功能就是发现市场的相对价格。在投机资金的作用下，市场价格关系常常以不公平的状态出现。套利的功能就是促使价格关系走向合理，从而使相应的商品或市场资源得到合理和有效的配置。

另外，套利的依据是价格的关系，投机操作的依据是价格水平，而价格关系能够反映价格水平的合理程度，因此，在期货市场中，套利有时能比单纯的长线交易提供更可靠的潜在收益，尤其当交易者对套利的季节性和周期性趋势进行深入研究和有效使用时，其功效更大。但套利有时比一般交易风险更高。当两个合约、两种商品的价格反方向运动时，套利的两笔交易都发生亏损，这时，套利成为极为冒险的交易。因此，就整个期货交易而言，套利交易仍然是一项风险、收益都较高的投机。

3. 套利交易的特点

套利交易之所以能够吸引众多的投资者，主要在于其具有以下两大优势。

(1) 风险性较小。期货市场充满着变数，对于风险承受力较小的投资者来说，套利就是一种较理想的投资工具。以跨期套利为例，由于不同交割月份的两张期货合约受相同因素的影响，而在价格走势上大致相同，基于此进行的套利交易，就可为不可预知的意外风险（如政策风险）提供相应的保护机制。

(2) 收益较稳定。套利交易充分发挥了杠杆特性，能使交易者以较少的保证金水平获取较为稳定的预期收益。可以说，套利的魔力就在于为交易者提供了更多的市场选择，降低了交易风险，增加了获利机会。

二、套利交易常见类型

从常见的交易方式来看，分为五种类型，即跨期套利、跨市套利、跨品种套利、跨指数套利以及其他交易方式。





1. 跨期套利

是在同一期货品种的不同合约月份树立数量相等、方向相反的交易部位，并以对冲或交割方法结束交易的一种操作方法。

一般来说，同一期货品种的各个合约有较为相似的基本面影响因素，合约之间有较为稳定的价差。但是由于资金分布不均衡和季节性因素，有时资金主要集中在某一个合约上角逐，使得合约的波动速度要明显地快于其他合约，这就意味着套利机会的来临，如图1-1所示。

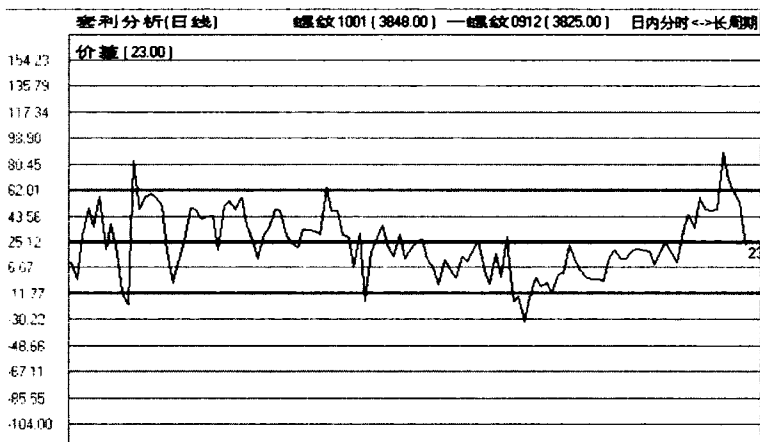


图1-1 螺纹钢套利交易示意图

图1-1是螺纹钢1001合约与螺纹钢0912合约上市以来的价差分布图，大多数时间两者的价差在-10元到+60元之间，价差中轴为25元，当二者价差达到区间的高点或低点时，说明套利的机会来了。

对普通投资者来说，跨期套利的阶段性收益率未必很高，但好处是不用判断单个合约行情的涨跌，且如果可以保持月度1%~2%的收益，年化收益就已经很高了。

据《中国期货报》介绍，2010年北京一位张先生把主要精力放在了白糖期货的跨期套利上。他利用换月的套利机会操作白糖，对

他来说，几乎每一次白糖主力合约的换月都是套利交易的好时机。由于2011年各月的郑糖期货合约总体仍呈现远月升水，每逢主力合约换月时，多头资金向后来月份合约的迁移都会带动跨期价差的放大，这正是买入远月合约、抛空稍近合约的时间窗口。

当年4月下旬，郑糖主力逐渐由1009合约向1101合约过渡，远月1105与1101之间的价差也在扩大，不到一个月的时间，二者价差从20元扩大至80元附近。虽然只有60元左右的收益，但从张先生投入的本钱看，他已经达到1%~2%的目标。据他估算，白糖9月和5月间的理论价差在70~80点，而6月初二者价差曾一度高达120余点，抛空该价差的胜算显然比单边做多某一个合约更高。与换月时的套利机会相比，这种做空价差的套利操作频率也较高，几乎每个月都有数次抛空价差的机会。^①

张先生称，上述的跨期套利在2010年已为其带来30%的收益，这也超过了他平均每月2%的收益预期。

2. 跨市套利

跨市套利是指，在某个交易所买入（卖出）某一交割月份的某种商品合约，同时在另一个交易所卖出（或买入）同一交割月份的同种商品合约，以期在有利时机分别在两个交易所对冲而获利。

（1）跨市套利的操作方案。

一套完整的跨市套利操作方案应该包括以下5个步骤。

①选择进场时机。首先必须密切关注目标期货交易所和目标现货批发市场同期合约的价格波动关系。通常情况下，当两市场期货合约（或远期合同价）基准价相差超过转换费用的基差时，就能初步确认出现套利时机。此时可判断基差是否有继续扩大的可能性。当基差继续扩大时，跨市套利的可操作性将大大加强，此时可择机进场。

②合理调配资金。根据两个市场的容量及流动性，确定投入的总资金量，同时根据期货交易所和现货批发市场保证金制度的差异，

^① 《中国期货报》2011年11月4日；作者：汪晴波





期货

赢在韬略
qihuoyingzaitaolue

合理分配好资金，确保在两个市场交易标的物数量相等。

③操作过程。在目标现货批发市场买入（卖出）近月合约的同时，在目标期货交易所卖出（买入）对应的远月合约。交易价差应符合跨市套利价差基准扩大的前提，两市交易行为应同时发生，不应存在明显时滞。

④获利平仓。理论上，当期货合约（或远期合约）进入到临近交割月时，两市当月合约价差应会缩小。此时由于基差缩小，所持有的双向持仓存在套利利润，如达到赢利预期，即可同时反方向平仓获利出局。

⑤实物交割。假如由于市场环境和主力操作方面的原因，两个市场的基差不断扩大，反方向平仓已无获利，此时就必须作好实物交割的准备。要在两个市场合约之间的间隔期内及时完成注册仓单等工序，防范出现交割风险。仓单注册完成之后，交易所相应释放保证金，获得套保利润。对于股指期货而言，其交割是以现金的形式进行的。

（2）跨市套利的实证分析。



案例

2003年4月初，上海期交所由于主力操作原因，橡胶的期价在15000元以上，呈现明显投机状态，而此时海南批发市场橡胶价在12000元左右，两市价差高达2000余元/吨，已远远超过跨市套利的理论基准值。此时某机构决定进行跨市套利操作，交易策略是：买琼胶卖沪胶。

操作步骤：在海南0305上以12540元/吨买进1000吨，同时在上海0306以15505/吨卖出1000吨，锁定价差2965元/吨。4月15日之后，上海0306合约大幅跌至11550元/吨，海南0305合约跌至10500元/吨，在两个市场同时对冲平仓。

在上海期货交易所赢利： $1000 \text{ 吨} \times (15505 - 11550) =$

3955000。在海南批发市场亏损： $1000 \text{ 吨} \times (12540 - 10500) = 2040000$ ；合计赢利： $3995000 - 2040000 = 1915000$ 。

(3) 跨市套利的投资风险。

跨市套利在一般情况下要比单边交易的风险小得多，但同样具有以下风险。

①政策风险。如果是在国内期货交易所和国外期货交易所之间进行跨市套利操作，由于国内严禁炒作境外期货，目前绝大多数企业或机构无法直接通过正规国外期货代理机构进行外盘交易，只能通过注册地在香港或新加坡的小型代理机构进行外盘下单，该途径存在较大的信用风险；有些企业则利用自己拥有海外企业的优势，在国外以关联企业的名义直接进行外盘操作。

②市场风险。如果是在国内期货交易所与现货批发市场进行的跨市套利操作，存在着由于现货批发市场自身规范程度不高所带来的交易和交割风险。如果是在国内期货交易所与国外期货交易所之间的套利操作，交易存在时间差，因此在交易过程中，如果已锁定某一市场头寸且该市场闭市后，另一市场受突发事件影响而发生价位波动，两市锁定的价格空间存在不确定性。

③交易风险。如果是在国内期货交易所与现货批发市场之间进行跨市套利操作，由于现货批发市场直接面对的是现货客户，因此在控制风险方面随机性通常较多，尤其是保证金增加幅度较大，所以在参与现货批发市场交易时，保证金准备要充裕。而期货交易所风险管理较为严格，如果连续三个同向涨跌停板后，需要砍仓和有赢利地持仓对冲，将出现头寸的遗失，所以必须通过倒仓的行为来规避该风险，势必将增加交易成本。

④汇率风险。如果是在国内期货交易所与国际期货交易所之间进行跨市套利操作，若企业用于套利的资金比较有限，当行情波动较大时，需将一个市场的获利资金去弥补另一市场的亏损，因此存在货币汇兑的价格风险。





期货

赢在韬略
qihuoyingzaiaolue

⑤操作风险。跨市套利操作要求操盘机构对两个市场有深度了解，对于两个品种市场的盘面走势要讲求适应性和灵活性，针对盘面变化，对资金的调拨要求有更高的灵活性。否则极易出现操作风险。

总之，在做跨市套利交易时应当了解两个市场间价格差异的几个因素：一是运输成本。不同交易所因与商品产地、销售地的距离不同，运输成本就不同，同种商品的合约价格自然会有差异。二是交割品级的差异。三是当地的供求状况。跨市套利既可在国内的不同交易所之间进行，也可以在不同国家的交易所之间进行。如果两个市场是跨国度的，则其最大的风险就是汇率带来的风险。

3. 跨品种套利

跨品种套利是指利用两种不同的、但相互关联的商品之间的期货合约价格差异进行套利交易，即买入某一交割月份某种商品的期货合约，同时卖出另一相同交割月份、相互关联的商品期货合约，以期在有利时机同时将这两种合约对冲平仓获利。

由于不同期货品种对市场变化的敏感度又是不同的，交易者根据对它们发展趋势的预测，可以选择做多头或空头交易。由于跨品种套利策略中的资产间却只具备一定程度的相关关系。这种关系来源于上市品种间的相互替代性或因处于同一产业链受成本和收益约束而形成，跨品种套利正是利用这种相关性在不同品种合约分别做多和做空，以期在有利时机对冲所持有的合约获利。



案例

LLDPE 和 PVC 期货跨品种套利

LLDPE 与 PVC 价格变动规律分析

PVC 期货自 2009 年 5 月上市之后，其价格走势与 LLDPE 期货表现出高度的相关性如图 1-2 所示，两者中长期走势基本相同。