

图4-1 基差修复图

正是基于上述因素的考虑，每当基差拉大时，就存在投机的空间，因为基差在未来必定会得以修复。所谓投机正是需要发现事物的不合理性，赚取的是基差从不合理状态修复到合理状态这个过程的收益。然而，基差的修复有两个方向，一个是期货向现货修复，另一个是现货向期货修复。所以，当交易者发现某个商品基差被拉大到不合理的状态时，还需要进一步分析和判断未来基差修复的方向。

库存：交易者必须关注的一个因素

在现货市场上，商品的价格取决于供需的力量。按照传统的经济学规律，在其他条件不变的情况下，供不应求，价格上涨；供过于求，价格下跌。所以交易者可以通过判断现货市场上供需的关系，来判断未来现货价格的走势。然而，你会发现，供给的数据往往相对容易获得，而需求的数据则永远是个谜，但这并不影响我们对供需关系的判断。

我们可以选择化繁为简，因为供需相互作用的结果体现在库存上，通过库存的高低来判断现货市场上供需的相对强弱。库存高，可以理解为现货市场上供过于求，现货价格易跌难涨；库存低，可以理解为现货市场上供不应求，现货价格易涨难跌。

当某个商品期货高升水且高库存时，我们通过高库存判断现货市场供过于求，未来现货价格易跌难涨，期货高升水说明期货的价格远高于现货价格，由于交割制度的

约束，未来基差必定进行修复，这样我们可以判断出未来期货下跌向现货修复的概率比较大。反之，当某个商品期货深贴水且低库存时，我们通过低库存判断现货市场供不应求，未来现货价格易涨难跌，期货深贴水说明期货价格远低于现货价格，而基差最终需要修复，那么未来期货上涨向现货修复的概率就比较大，如图4-2所示。

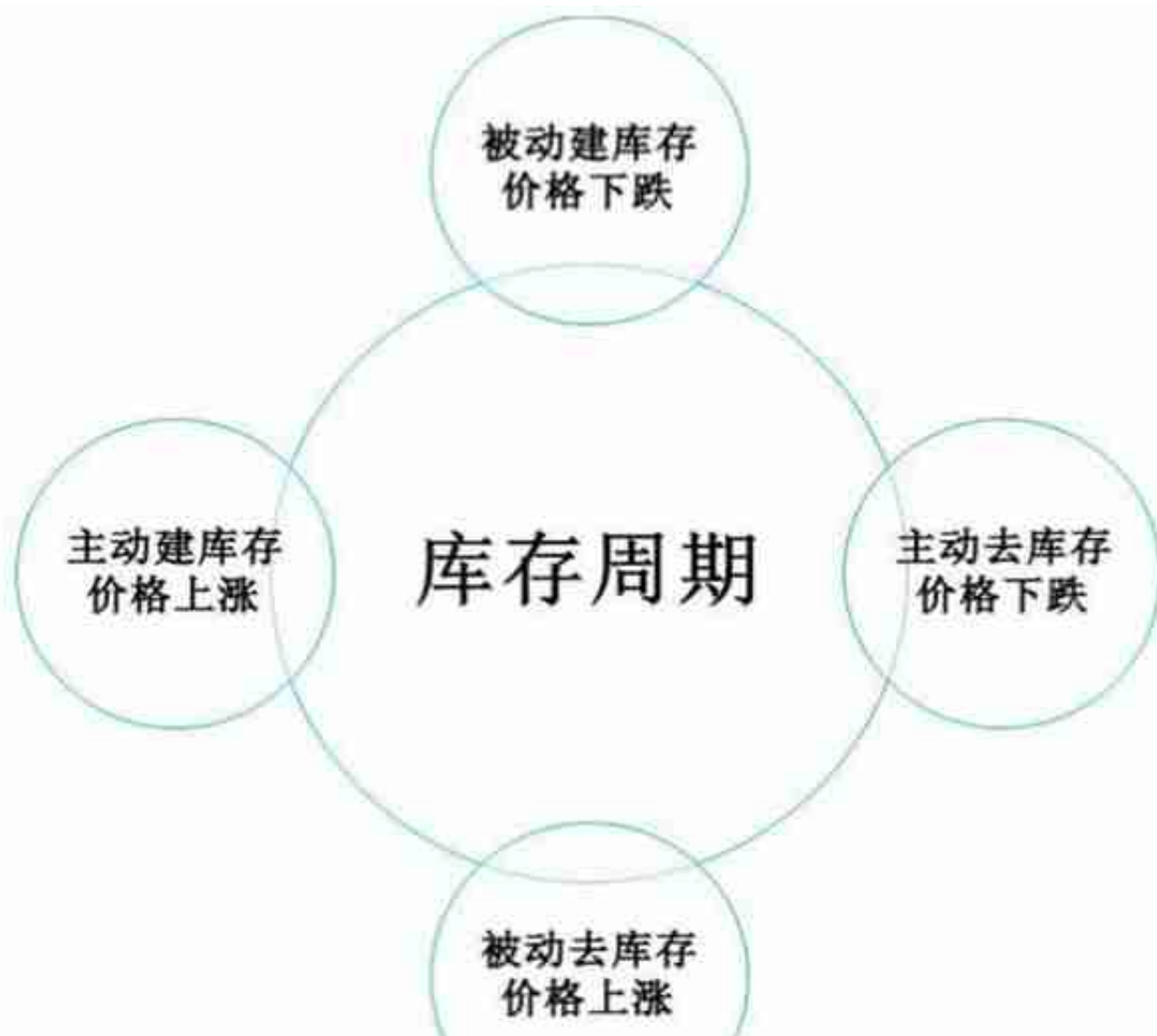


图4-3 工业品的库存周期

被动去库存过程中的价格上涨阶段：当整个产业陷入低迷状态时，供需两端都很薄弱，突然需求开始启动，采购开始增加，这个时候需求从终端用户需要向零售商到经销商再到厂商进行传导，存在一定的时滞，此时需求的增加，带来了现货价格的上涨，而厂商没有能够及时扩大生产，经销商也没有主动补库存，这个时候库存是在不断消耗下降的，从图 4-4 中不难看出，在这一过程中供给是在减少的，价格是在上涨的。

主动建库存过程中的价格上涨阶段：当经销商和厂商发现下游需求增加的时候，会逐渐扩大生产，同时提高产品价格，经销商也会积极建库存，下游需求端预期未来产品价格会继续上涨，所以会加速采购，需求增加，供需两端发力，产品价格继续上涨，库存同时累积，这就是库存重建过程中的上涨，如图4-5所示。

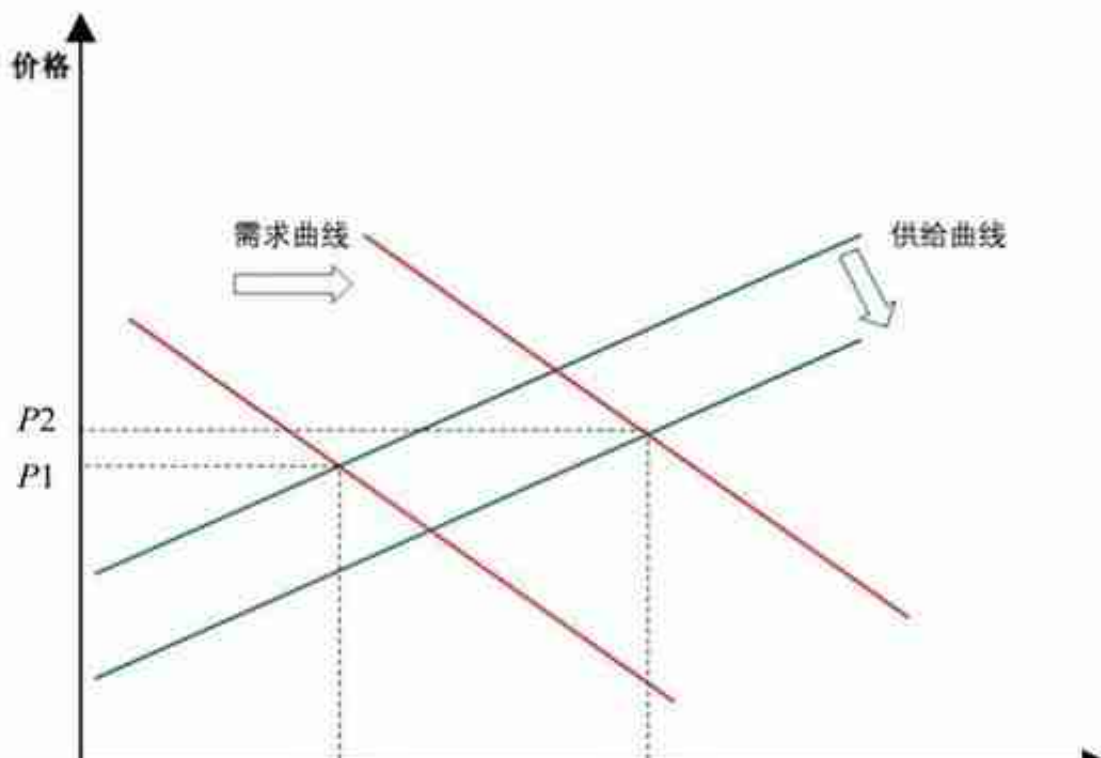


图4-5 主动建库存过程中的价格上涨

被动建库存过程中的价格下跌阶段：当商品价格过高、市场上库存也较多时，需求端由于前期备货充足，开始减少采购，需求下降，价格下跌，而传导时滞的存在，导致厂商还在加大生产，经销商也在备货，这个时候库存还在继续累积，在此过程中，需求下降，供给增加，价格下跌，如图 4-6所示。

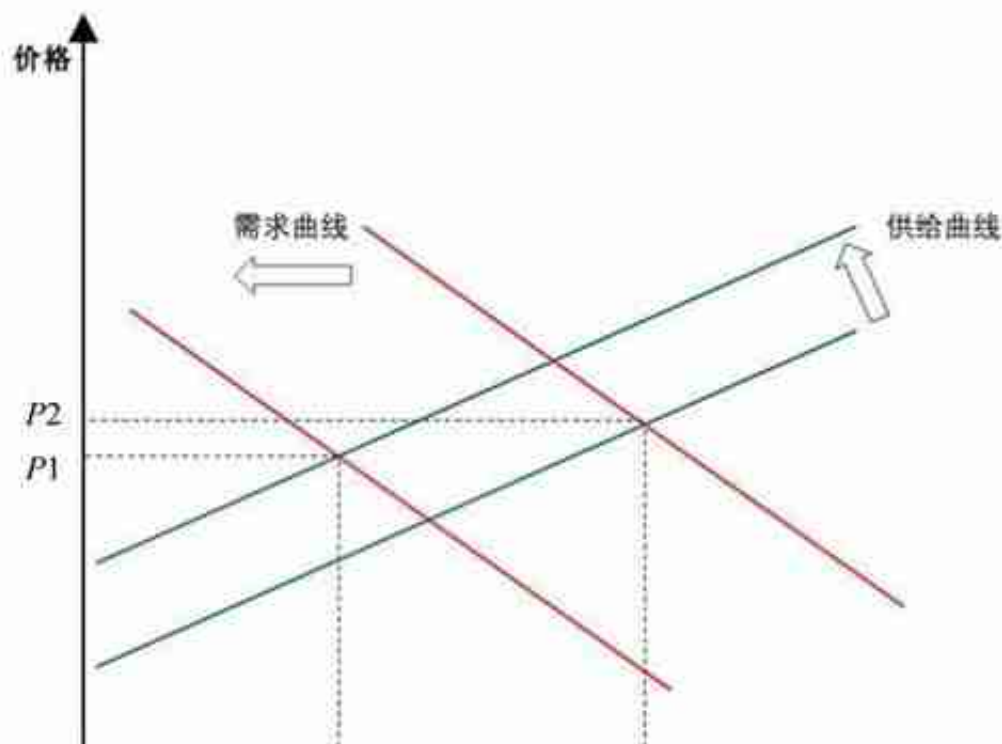


图4-7 主动去库存过程中的价格下跌

在整个工业品的库存周期中，库存重建过程中的上涨以及去库存过程中的下跌是两个主要的阶段，这两个阶段是由供应者根据需求的变化主动进行生产调节的。为什么会出现库存重建过程中的上涨与去库存过程中的下跌呢？这是因为，当市场价格开始下跌时，资金是矛盾的主要方面，经销商将商品资源转化为资金，而终端用户则延缓资金采购商品资源的进程，所以库存下降的同时，价格随之快速下跌。相反，当市场价格上涨时，商品资源是市场的主要矛盾，经销商急于将资金转化为商品资源，而终端用户则将资金用来采购货源，从而形成库存量上升的同时，价格快速上涨。

利润是一个产业的底牌

既然从静态和动态两个角度来分析库存与价格之间的关系，我们无法单纯根据高库存来判断现货价格一定下跌。这个时候，产业利润可以帮助我们解决这个问题。经济学原理告诉我们供求关系决定价格，同理，价格反过来也会影响供求关系。当价格上涨时，产业利润增加，厂商会扩大生产，供应增加，最后供过于求，价格下跌，厂商会减少生产，供应减少，最后供不应求，价格再次上涨，如图4-8所示。



图4-9 利用库存和产业利润判断基差修复方向

在上述的分析过程中，我们利用了经济学的知识，经过严谨的逻辑推导得出了上面的结论。然而，需要注意的是，交易的本质是概率的游戏，我们的分析结果只是得到一个大概率事件，并不能够完全避免小概率事件。在进行期货交易过程中，交易者时刻需要以盘面为主，保持概率思维。利用库存和利润只是来判断未来现货价格的变化方向，而现货市场上价格的变动才是最终的证实或证伪。

时间因素在交易过程中的重要作用

现货通常只有商品属性，期货与现货不同，它不仅有商品属性，同时具有金融属性。期货的价格看似随机变化，实际上随机变化的价格中有相对稳定的特征，金融属性往往会加剧期货价格的随机波动，而商品属性通常会使得期货价格趋于稳定。由于金融属性的存在，交易者的投机行为会加剧期货价格的波动性，有时候会让期货价格显得极不合理，而商品属性则可以回归到供求决定价格的角度，使得期货价格趋于理性。

一个期货合约从诞生开始，就同时具备了金融属性和商品属性。在离交割日较远时，金融属性的作用往往会大于商品属性，因此价格波动相对剧烈，甚至不合理。在离交割日较近时，商品属性的作用会大于金融属性，因此价格通常会趋于稳定，符合供求规律。到合约退市时，期货交割变成现货，只具备商品属性，如图4-10所示。



图4-11 一套完整的交易体系

不要把鸡蛋放在一个篮子里

资金管理依然是老生常谈的话题，主要分为头寸规模管理与风险管理。由于本书介绍的是一套波段交易系统，所以持仓比例无法做到像日内交易那样高。从整体仓位控制来看，单边持仓的比例不要超过 40%，对冲持仓比例不要超过 50%。这个比例相对适中，因为比例太低的话，资金的使用效率便不高；比例太高的话，交易者的心态往往会受影响。

从单品种持仓来看，对单个品种持仓比例不要超过 20%。从仓位分配来看，整个期货分为黑色、有色、化工、农产品四大板块。假设权重相等，均为 25%，那么按照你整体仓控的限制，如果是单向开仓的话，每个板块品种的持仓比例不要超过 10%，如图 4-12 所示。如果相应板块没有合适的品种机会，那么权重自动调整。假设你只做黑色、有色、化工三个板块，那么每个板块权重约是 33%，你单边开仓的话，每个板块的品种持仓比例不超过 13.2%。



图4-13 平仓离场的三个信号

信号一、当价格处于高位或低位、基差接近修复时，平仓离场。

当某个品种出现高库存、期货大幅升水且价格较高的情况时，在邻近交割的 2 个月内，交易者可以利用顶分型作为入场做空，这时，如果判断是正确的，那么现货会下跌，而期货会下跌更多一些来修复基差，当期货价格下跌到与现货接近水平时，基本上行情就要进入尾声甚至反转了，这是因为最小阻力的方向发生了改变。

当基差的安全边际^[4]

消失了，高价格的抑制需求变成了低价格的促进需求，库存也会被消耗一部分，从而导致库存降低。之前是库存驱动向下，价格驱动向下，而现在是价格驱动向上，库存驱动向下的力量减小了，二者驱动方向相反。交易者无法判断价格与库存哪个驱动力量更强一些，所以没有了判断方向的概率优势，这时需要平仓兑现利润。

信号二、当价格处于高位或低位、基差频繁升贴水转换时，平仓离场。

当价格处于高位或低位，日内频繁实现基差的升贴水转换时，行情通常会进入尾声甚至反转阶段。需要注意的是，期货和现货是不可能完全平水的，因为涉及交割费用以及持仓成本在里面，所以只能说是期货与现货接近平水，价差在合理范围之内时，交易者就该选择平仓离场了。

信号三、当价格处于高位或低位、持仓量大幅下降时，平仓离场。

期货交易圈中有一句非常有趣的话：“你开仓买入的每一笔单子，都是别人卖给你的，你们两人相视一笑，互道一声：“你好！”这句话看似很有趣，其实有深刻的道理在里面：期货交易需要有对手盘，如果没有对手盘的话，你的单子便无法成交。

正所谓多头不死，空头不止。当多空双方发生激烈较量时，合约的持仓量不断加大，假设空头占主导优势，商品期货的价格重心会不断下移，到了比较低的价位，持仓量大幅减少时，期货价格进一步快速下跌。这说明多头已经认赔出局，斩仓离场，所以持仓量大幅下降，多头减仓就相当于空头加仓，所以期货价格会继续下跌。

由于期货交易需要有对手盘，多头已死，空头获利巨大，这个时候就会出现空头平仓离场来兑现利润，此时，持仓量会进一步降低，而期货的价格快速上涨，容易出现空杀空的踩踏行情。所以，价格处于高位或低位，持仓量大幅下降时行情基本上已经进入尾声甚至反转了。

所以，当交易者的持仓遇到上述三种情况时，需要格外小心，要逐渐平仓离场、兑换利润，不要妄想获得更多的利润。因为对你来说，你几乎已经赚到了交易系统之内最大的收益了。

此外，在交易过程中一切以盘面走势为主，当你的持仓已经获得很多利润，但并没有出现上述三种信号中的任何一种，而盘面却出现了明显相反的走势时，你也需要选择平仓离场。因为我们希望的是让利润奔跑，而不是让利润逃跑。

[1] 比尔·邓恩是著名的趋势交易大师，他是一名纯粹的趋势追踪交易者，有人形容邓恩资产管理公司的基金曲线图就像是骑在一头疯牛身上的感觉，来赞扬他对趋势交易的把握。

[2] 比尔·威廉姆在《证券混沌操作法》中将混沌理论的思想运用到了证券投资领域，受到了众多交易者的肯定，从而使越来越多的交易者采用了混沌理论的思想。

[3] 缠论是根据“缠中说禅”博客中的文章整理而来的，在当时的股票领域受到了交易者的热捧，被称为中国最牛的技术分析理论，至今仍然有很多缠论交易者。

[4] 安全边际的理念最初是由格雷厄姆提出来的，而后被他的学生巴菲特发扬光大。在期货交易中，做多时，如果期货贴水于现货，正的基差就是安全边际；做空时，如果期货升水于现货，负的基差就是安全边际。