

作者：公众号图说油价

本文没有激荡的过程，也没有一遇风雨便化龙的故事，有的仅仅只是平铺直叙。和我的一些朋友们的经历相比，我的期货生涯相对平淡，他们很多都是某场战役的发起者，或者是某段行情的创造者，他们也各有自己的青春，各有自己的风流，也许等他们退休了，也会来叙述一下他们的璀璨人生。

离开龙宇的日子在临近

09年的7月，曾经在金龙铜管一起共事过的张给我打来电话，出来一起坐一坐聊一聊。原来今年夏天，在伦敦工作的Eric辞职回国，准备开创自己的事业。因为Eric和张这两年工作关系已经非常熟稔。Eric在LME呆了很长的一段时间，开发客户的能力很强。

聊完家常，说到了正题，原来这次Eric去拜访了温州的老总，达成了一些初步的共识。Eric想看看我有没有出来共事的打算。我说如果只是帮着管理一下账户，倒是没有什么问题但是要离职出来，还是需要考虑考虑。Eric说，那就算咱们是一个团队了，过两天投资人要求和团队成员面谈一下，你就一起去一趟吧。

面谈相对来说很简单，前期Eric已经做好了准备，这次主要是去介绍一下将来交易的模式，确定运营将采用套利交易，不带有单边的投机运作。

我记得那是7月31日周五，交易结束后我没有回江阴，而是和张登上了开往温州的火车，Eric将在明天前来汇合，这次我们要和老板具体确定合作的方式。火车上，我和张在讨论未来的机会，突然我想到一个项目，就是螺纹钢的期现套利。09年3月，螺纹钢在上期所上市，上市没有多久就受到各方资金的关注，虽然日成交量只有20万手左右，但是相对于一个刚刚上市的品种来说，已经是一个不错的成绩。这两天，螺纹钢气势如虹，直逼5000大关。我回忆起93年线材期货我们公司委托钢厂加工后保值卖出的情形，而且现在的钢坯真的非常便宜，加上辅材，加上加工费，这里面的空间非常大。张听我说起这里有巨大的空间，也是非常兴奋，我们就细节问题讨论了很长时间。

在温州双方决定这次投资不是委托理财，而是盈亏共担，所以成立了一家投资公司，这就是后来的吉虎投资。我们三个也成为了合伙人，老板用捆绑的方式让我们要同心协力，精诚合作。我们把螺纹钢来料加工套保交割的方案也一并提出，老板也觉得有一定的可行性，让我们和兄弟企业商量进口事宜，两家公司可以一起合作，优势互补。

不过最终这个联合投资的计划没有实施，因为很多计划流程最终只体现在纸面上，毕竟进口钢坯，联系钢厂比较复杂，一旦决策出现拖沓，再加上转眼没两天螺纹钢就下跌了300点，执行计划的热情也就下降了，然后随着价格继续下滑，计划就无疾而终了。最终螺纹钢下跌了1300多点，那个时候很是鄙视我们的执行力。就算当时没有走进口钢坯加工成材的方式，而是去唐山一带采购钢坯，直接用钢坯和螺纹钢进行套利，最后期货平仓，钢坯抛售，取得的效果也会很可观。至于为什么想采用进口加工这个方式，一个是可以使用信用证节省资金，第二因为这是完全套保，最安全，单存的期现套利交易有的时候是无法预料价格到底会不会基差回归的。

公司注册需要一段时间，这段时间大家都要去了结自己手头的事情然后入职。我需要带一个徒弟出来，最起码能够接手龙宇燃油提出的和期货有关的一些材料以及信息内容。好像挺有意思的，我在05年开始写的《套利研究室记事》里的徒弟叫做小李，这次公司新进的员工也叫小李。我只好利用仅剩的几个月时间，一股脑的把一些常识要点塞给他。

老板同意了我的辞职请求，不过我会继续给老板打理资金。因为以后吉虎投资将是以公司自营方式进行投资，而不是成立一个委托理财方式的机构广揽客户，所以老板的资金无法纳入吉虎的交易池。

吉虎投资

投资公司注册、财务、税务的事项在有条不紊的进行，09年12月初期货账户也开设成功，公司投资已经可以正式运作。张准备在元旦后正式入职，我还需要尽快对小李进行培训指导。那年元旦龙宇年会，公司全体去了佘山度假区。龙宇公司里面有众多的人才，年会一如往年还是那么热闹。我静静坐在位置上，还是觉得有一点点的感伤，这应该是在龙宇的最后一次年会了。时间在推进，人也总有聚和散。

吉虎投资的初始运作资金是1000万，合理分配在内外两个账户中。起初的外盘运作不是很方便，是通过莱佛进行二级电话代理的，磕磕绊绊交易了一段时间，在境外公司成立后我们抓紧时间辉力期货和DBS开设了户头，这样才进入了我所熟悉的操作模式。Eric在伦敦有比较多的资源，LME有很多会员公司都是可以提供信用额度的。不过由于吉虎是个新创公司，需要有6-12个月的交易报表，才能获得这些信用。所以和其他经纪公司的合作还需要等待一段时间。

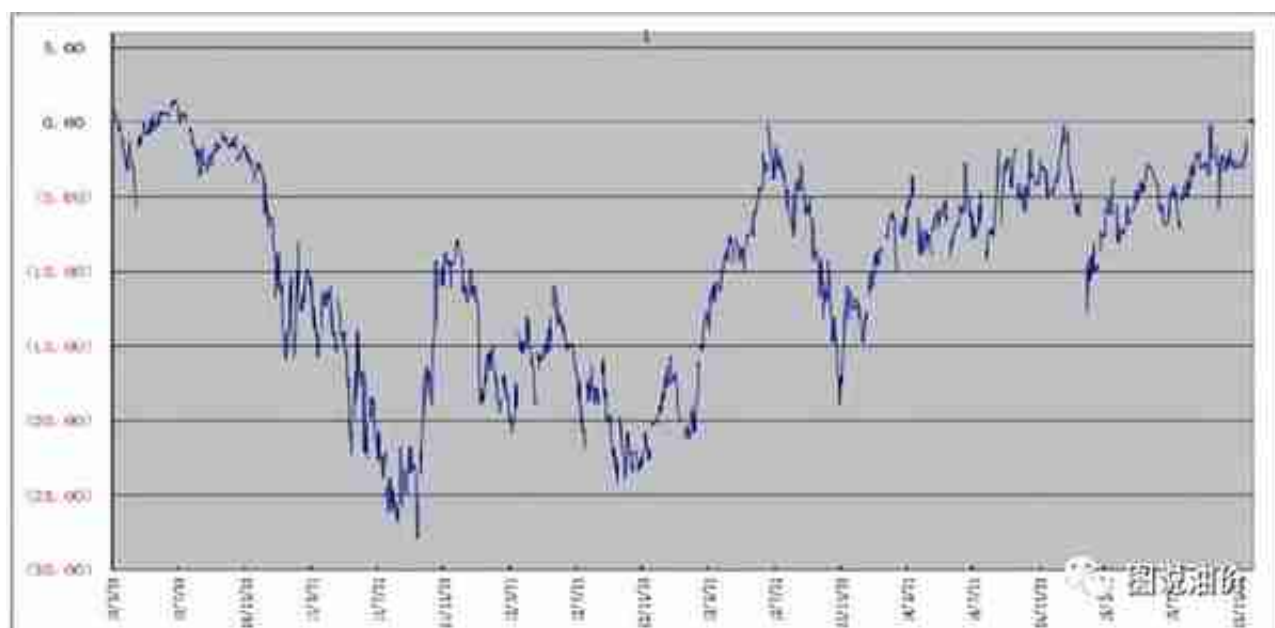
2010年3月1日我正式入职吉虎，吉虎当前主要的交易品种就是铜的内外套利

，在农历年休市前，通过辛勤的劳动，取得了近200万的利润。这使得大伙的兴致高涨，老板也认可这个成绩，觉得可以加大投资力度。等到资金陆续增加到4000万以后，整个业绩突然出现了瓶颈，盈利接近250万就出现大幅度滑坡，连续好几次都滑到100万下方，甚至整个5-6月都在苦苦挣扎挣扎。7月份有所好转但是接着又出现大幅下滑。因为短时间内外铜套利的方向突然转变，使得交易受挫。在寻求其他品种的交易机会时，也是顾此失彼。

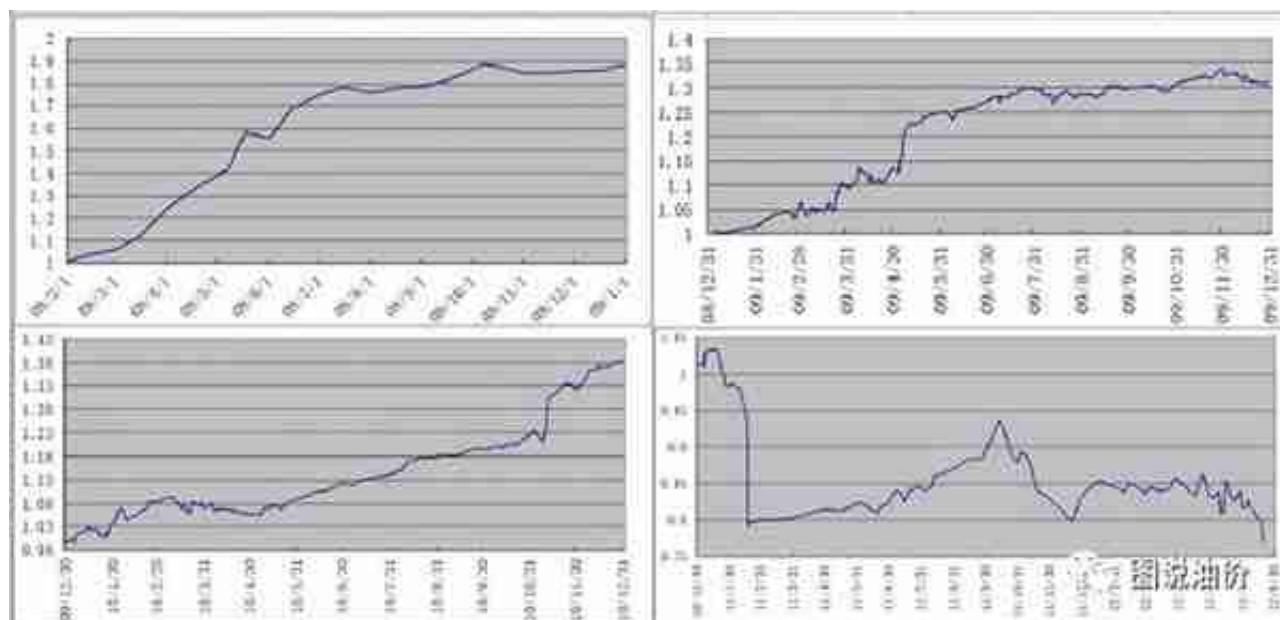
正在困境之时，8月初燃料油内外价差出现一个好机会，紧赶慢赶，终于在180燃油上面建好了仓位，随着燃油内外价差的回落，我们也一举走出了低谷，其后虽也有回撤，但依然在10月底把利润做到了近800万。大家都松了一口气，接近20%的回报也大抵能够说得过去了。



内外套利有一个最大的风险来自于价格出现单边行情，这会导致外盘或者内盘保证金的不足而出现非交易性的止损。这里面必须感谢集团在资金上的积极调度，能够让我们应对不断增加的人民币的保证金。最艰难的时候，由于我们内盘的卖出价格较低，内盘账面亏损达到7000万，为此我们总共向集团申请了1.6亿人民币。根据下面图表可以发现2月初是内盘压力最大的时候。



Wti/brt的价差在2011到2013年都是一个凶险的标的。虽然已经有多年的原油交易经历，但是并没有真正去了解过各个原油品种的基本面。仅仅从统计套利的角度看到“因为wti的油品更为轻质，所以如果wti低于brt，将会很快回归到正值”，历史也不不断的证实了这个论断。也因此当2011年初wti/brt再次出现负值后，我便考虑入场买进价差了。



这儿贴一下管理账户的净值曲线，11年初的原油亏损导致净值暴跌，一下子将这个账户逼到了边缘，虽然后来奋力挽救，但因为急于求成再遭重击重回风险线。12年几经挣扎最终无力回天就此清算了这个账户。11年的原油价差是关

闭这个账户的导火索。



当豆粕价格高涨，它的价值比例就会上涨，相应的豆油的价值就会下降。如果直接用豆油价格除以豆粕价格，那就是我们俗称的油粕比。

进入2012年，豆粕价值再次跌向50中分位，这是自98年以及08年来的又一次。我制定了一个交易计划，准备买入美豆粕卖出美豆油，共计1000个组合。第一批100组进场后就立刻亏损了，进入到第二批100组的加码区，在这儿稍微稳定了两天继续下滑，紧接着就进入了第三批100组的加码区域。300组的浮动亏损-120万美元很快显示在账单上，我暗自模拟了一下建满1000组将会产生的亏损额，将会达到800万美元，这太可怕了，我都开始怀疑自己当初这个计划了。

纠结的心情没有维持多久，第2天行情就返身上行了。这个时候，当初计划中的盈利顺势加码的步骤被我终止，我就势把所有仓位都平仓了，获利了50万美元。希望行情再度下行的时候改变一下开仓的节奏和数量，调整一下整体的计划。可惜想的太天真，行情就此一路上行，这波持续了3年的豆粕行情就此和我们擦肩而过了。12年的豆粕行情，市场上有机构做到了，并籍此成长为期货市场上的大型机构。

几年后，我也反思了这些错误或者遗憾的形成，就是没有一个完整的团队来完成“策略—执行—风控”的整个流程，整体的三个部分都是一个人完成，亏损没有风控关注，策略中途更改太随意。

2012年的另外一个遗憾就是吉虎分家了，Eric开始加大现货端的投入，招兵

买马。他的本意是增加金属现货的流量，扩大贸易量，以利于在银行获得授信和在集团内部争取信用证方面的资源投放。但是当时集团内已经有公司在做类似业务，我们的竞争力相对较弱。同时金属贸易是一个大众化的行业，非常容易被国家政策影响，也容易被一些公司的欺诈行为卷入其中。而象几年后慢慢成型的一些资产管理公司下辖的现货公司，深耕黑色或者能化或者农产品，和期货行业紧密结合，倒是走出了一条不一样的期现结合的好生意。

我们和Eric产生了经营思路上的分歧，于是我和张离开了吉虎，成立了可也投资，和吉虎投资之间交叉持股，表示还是属于兄弟公司。

分家之后，两家公司都没有再出现闪光的年景，一方面确实没有把握住机会，另一方面集团提供的支持随着分家之后大幅下降，导致没有能力开展大型计划，交易变得小心翼翼，缩手缩脚。再遇eric，大家都感叹当时不够理智，太冲动。我一直挺内疚的，如果没有eric的努力，我们也不会有机会一起共事；在吉虎的时候，eric的份额也并没有比我们更多，两人之间的工作也很融洽。如果没有分家，大家齐心协力，集团对我们的支持也不会减弱，未来的几次机会应该会有斩获。有的时候，合作伙伴能够共度艰辛，但是一旦有了成绩，经营上出现理念差异却再难以一起共事，其实双方都应该听听对方的意见，求同存异。防止冲动、保持冷静、站在对方角度考虑一下，我认为非常重要。

2021年到2022年底，豆粕豆油比值三番两次接近50中分位，不知道有没有机构再次抓住这样的行情。

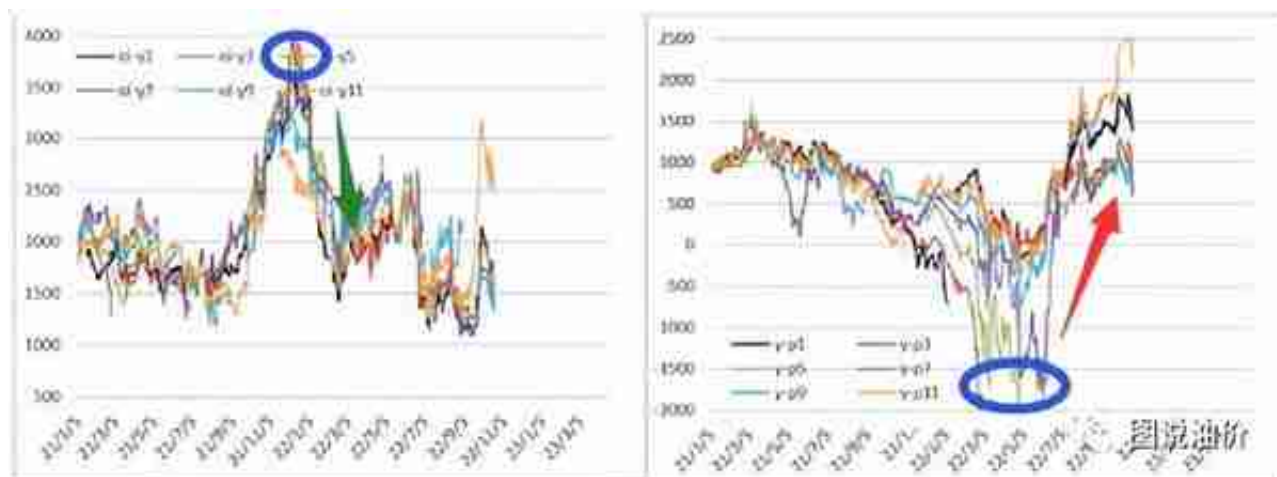
平庸的可也投资

13年开始，可也投资的境外账户纷纷开设完成，但是可交易的额度大幅下降。没有了11年那么惊艳的表现后，集团的支持力也开始下降。这好像形成了一种恶性循环，首先已经分成了两家公司，再加上支持力下降，那么交易起来就有点缩手缩脚。支持力下降导致越谨慎，也就越没有好的业绩，那么支持力愈加大幅下降。

分家后的几年里，其实每年也都是有机会的，不过总是这样那样的原因，都没有完成计划，总体是亏损的，这里就大致讲一下那几年错过的较大的套利方面的案例。

如果大家重新回去看一下原油的两地价差的图表，可以发现13年是一个大幅回归的行情，wti/brent的价差从年初的-20大幅回到7月份的平水行情。是的，年初开始，我就再次盯上了这个品种，想着在那儿跌到就在那儿爬起来。经过

陆续的加码，1个中旬价格就从-20到了-15，盈利可观。但是1月底价格再次下跌，很快就到了我的成本，也许这就是“一遭被蛇咬，十年怕井绳”吧，我赶紧止盈结束了这计划。两地价差很快就回到了-20，我还是很庆幸的。整个2月，两地价差一直在-20上下震荡，我就这样被它磨去了信心，当价格再次上行并一去不回头的时候，剩下的只能不断拍大腿了。



当然随着大部分资金被挤压结束，这个转变又是非常迅速。是大家没有意识到基本面会发生改变么，其实大家都是能够看到的，只不过整体的势头是强者推着不断的逼迫弱者进行止损，而当目标实现后，转折也就快速发生了。

14年的时候，镍还没有在上期所上市，当时能够在国内交易的是无锡不锈钢交易所。因为中国还是需要大量进口镍的，所以镍的内外价差和铜还是有点类似，但是由于镍的金属量和铜不处于一个数量级，所以也经常会出现比内外铜价差更为剧烈的波动。早在2010年的时候，内外镍价差就有过一次非常大的波动。当时外盘镍价上涨，无锡盘的空方强力压制价格，使得国内镍价低于国际镍价近2万，当时我们担心无锡不锈钢的电子盘因为不是正规的期货，而且空方强烈打压迹象明显，万一整个盘子崩掉说不定保证金会有风险，所以我们就没有参与。此后多年，无锡不锈钢市场正常运作，一直没有出过风险事件。14年，内外镍价再一次拉开了，外盘大涨的条件下内盘依旧被空方强势压制，涨幅大幅落后。内外价差超过了3万，经过我们计算，已经快要满足国内镍出口国外了。这一次，我们决定入场交易。但是资金还未入场，价差已经从3.1万回缩到了2.8万，并在不甘心的第2天继续回缩到了2.5万。这次绝佳的镍套利就此放弃了。



钢矿比是我在15到16年盈利的主要品种。它也是我再次交易后毒打我的第一个品种。供给侧改革压缩了钢铁产能，压低了铁矿石价格，当前几年比价6就是高点的钢矿比来到靠近8的时候，我卖出了钢矿比，显然我选错了合约，1月合约没有回归，我也因为1月和5月的价差太大没有移仓到5月，5月和9月合约在随后的拐点都可以进入盈利空间，唯独1月合约高位收盘。

教训一：谨慎为上，不要挑选最近的合约去交易，虽然它能给你爆发式的获利，但是也能给你无与伦比的痛苦，在其他合约回归的时候，近月合约的执拗会带来无尽的遗憾和后悔。



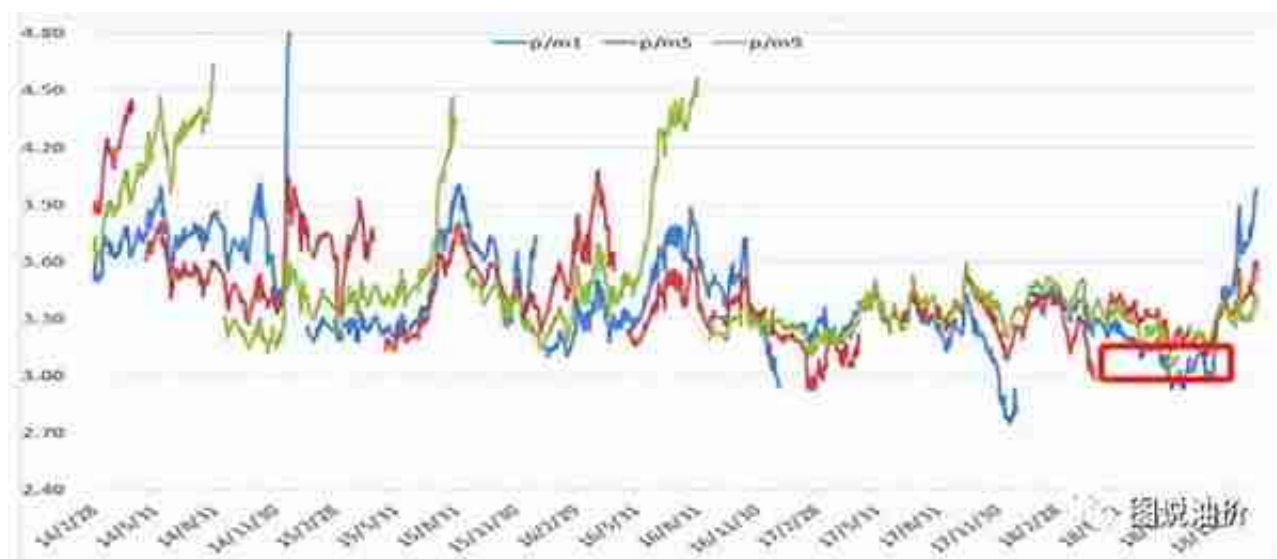
卷螺差是另一棒，多年来，热卷的价格均是高于螺纹钢的。1810合约进入负值后，我买入了卷螺差，最终，1810价差没有回归。

其实统计图表上，虽然卷螺价差在前两轮进入负值后都能回归正值，但是可以发现1705以及1801合约都没有最终回归到正值。

房地产的发展对螺纹的需求增长，工业方面对热卷的需求平淡，卷螺差就此进入了负值区间。

当然进入2020年后期，房地产受压之后，卷螺差再次回归正值。

教训三：统计套利应该划入谨慎选择的状态，各品种的基本面发展才是第一要素。



MTO的套利交易是另一个失误。靠近3确实是PPMA策略比较安全的边际。但是也不是完全安全。

1809合约没有回归，就是在表明亏损的产业依然有一个延迟的过程，这个时间一定要动态的观测。

教训五：一个产业链是否从亏损开始就会形成开工率下降从而抬升产品价格，为产业链盈利创造条件。答案是未必，这需要从企业完全成本以及产品毛利角度上去分析，还要从囚徒困境以及抱团取暖等多角度的心理方面去衡量。

重新上路

经历了多次的失利，我终于停下来反省。原来自己很是急切的想证明自己并没有被市场落下。但是一次失利之后没有好好总结就匆忙投入下一个交易中，导致心态越来越坏，持仓预期越来越没有信心。

其实回头再来分析失利的几个策略，如果能够做好仓位分配，能够做好合约选择，胜率其实是挺高的。因此，仓促上阵是交易的最大敌人。

渡过了一段时间的冷静期，终于我再次上路了。人不能两次踏进同一条河流，本来是一个辩证的关于“变化”的问题，说这世界随时在变化的。曲解一下这句话。交易员如果在同一个错误上失败三次（扩大一次），虽然第二次的行情不是绝对和上一次雷同，但是如果大体的结构差不太多，还是犯错。那就是难以成事了，说明没有用心。重新CUE一下开头的“历史是不断重复的”，也许

行情不是简单的重复，但是人性是一样的。

2019以来的期货市场，也是激情动荡，更多的历史被刷新。我们见识了负油价，也见识了俄乌冲突后的天然气价格高达93美元/百万英热。2021年动力煤的热情实现了“自我毁灭”。

同时市场经过不断地发展，期权交易理念正在风生水起，量化对冲一时瑜亮，CTA管理期货产生越来越多的交易流派。

中国期货市场虽然在金融品种上还没有达到顶尖水准，但是在商品期货方面拥有最多的品种。现在的交易者已经不能像我们当初那样全揽所有品种，每个大类都有很多的品种，数据纷繁复杂，基本面变化莫测，精专成为当前期货人士的首要目标。

就此结束此文吧，为那些同样坚持了三十年期货生涯的同路人，点一个赞。他们中，有些人早就是各机构的一把手；有些人自己创业，成为私募基金中的佼佼者。当然，可能更多的是和我一样，依然普普通通，纯粹是热爱期货，虽然已经一把年纪，却依然奔跑在路上。

期货就是另类的电子鸦片，休市的时间就是我们坐立不安的时间，也正是这样，说明我等做不到“宠辱不惊，看庭前花开花落；去留无意，望天上云卷云舒”的境界，于是只能“爱也期货，恨也期货”，和所有热爱期货的人士共勉！