

作者介绍：

中辉期货研发中心——赵力锋，陆家嘴大宗商品论坛特约作者。主要从事大宗商品基本面的研究工作。华中科技大学金融学专业，2013年踏入期货行业，期间在私募机构从事商品研究工作，制定交易策略，并参与日常交易工作，主要擅长大宗商品套利分析。坚持基本面产业链为导向，注重市场逻辑分析，对市场内在运行规律，节奏转换有一定心得。

商品套利探讨

商品套利的操作方式就是在一端持有头寸的同时，在相关现货或者合约的另一端做相反头寸，待时机合适时同时平掉双端头寸进行获利的一种交易策略。

涉及现货头寸，则为期现套利，细分为二：

1.基于交割的“无风险套利”在盘面价格较高，通过持有现货到盘面交割获得利润；或者当前盘面价格过低，抛出现货买入期货等到合约到期交割获得利润。期间要衡量的成本因素——仓储成本，资金成本，交割费用，运输成本等。在进行期现套利的操作时，如果发现以当前期现价差持有到交割能够覆盖上述成本的同时，剩余盈利能够达到资金的预期收益，则可以进行期现套利获得无风险收益。但前提是，交割过程中各个环节顺畅。

2.基于基差投机的期现套利：这种期现套利，将无需市场给出安全边际，但是需要更加专业的对后市基差走势做出正确预判。预期基差走强，买入现货，抛盘面，达到预期点位获利了结；反之亦然。

纯粹的盘面套利又称价差交易，可分为以下三类：

1.跨期套利——同一品种合约，在不同月份合约上持有相反头寸。买近抛远为正套，反之为反套。

2.跨品种套利——不同品种但是具有一定的相互替代作用，或者上下游关系，操作上持有方向相反的两种合约套利策略

3.跨市场套利——同一品种在不同交易市场持有相反头寸，常见内外盘套利。

按照日常生产贸易流程又有：生产套利（大豆压榨套利，虚拟炼钢套利等）。

商品套利获利的关键在于，买入预期较强的合约，卖出预期偏弱的合约，待到合适

时机平仓获利。但是对于合约相对强弱的把握则因人而异，看个人对合约品种理解的深浅，进而对进出场时机的把握决定获利的多少。下面提供个人实践分析的一些角度，以供参考。

实战浅析

现在有一个价差合约放在面前，怎么去思考，做还是不做？怎么做？

首先，我们要明确涉及到的品种属性。是工业品还是农产品，耐不耐储藏，仓单注销周期（按月注销，按季注销，还是按年注销，决定跨期能不能转抛的问题），具有多少金融属性（决定宏观因素对其影响的强弱），该品种历史上一般的跨期结构（属于正向还是反向）等。

一、基本方向判定

1.

宏观经济形势预期，以及通胀预期。如果预期未来经济向好，但当前经济面临困境，则尽量寻求卖出近月合约，买入远月合约的操作方向。

2.

该商品是否有牛熊预期。如果商品牛市预期强烈，则尽量买入主力合约，抛出远月合约的方向。因为主力合约容纳量大，相对活跃，资金集中推升主力合约会使得较远月合约上升较快。但该操作方向要注意资金移仓时点，尽量在资金移仓之前获利了结。

3.

商品耐不耐储藏，如果该商品储藏性较差，生厂商会寻求控制产出进行挺价，对于此类商品一般倾向于买入近月合约抛出远月合约，比如豆粕

4.

该品种历史以往的价格结构如何，如果历史显示大部分属于正向结构即远月价格高于近月，则可寻求在近月价格平水或者升水远月的时机，进行抛近买远的反套操作。例如：豆油Y一般为远月升水，如Y5-9价差接近零或者大于零，则可视情况进行反套操作。

在此提一点，临近交割月，反套需谨慎！

以上基本方向判定主要是让我们心中有一个初始的方向，再进一步分析当中尽量不要进行反向操作，当然不是绝对，当我们对节奏把握较为准确的时候，如果要做反向操作，只需时刻警醒有这种因素影响即可。相对谨慎，则对风险的把控越细致。

二、阶段性方向把握

本环节是进行套利操作的最重要部分。核心就是做多供需矛盾突出合约，做空相对弱势合约。

1.季节性周期

特别对于农产品来说，由于其自身的生长周期，就导致其在不同阶段炒作和关注的因素有所不同。一般来说，如果该合约是农产品集中收获上市时的主力合约，则该合约一般偏弱；如果该合约在作为主力合约的时间段，由于旧作的消耗新季未上市产生供应缺口，则该合约一般较强。同样的，如果该主力合约覆盖作物的关键生长期，容易进行炒作，则该合约一般较强。这就需要我们对相关品种了解较为透彻，对各个时期的炒作焦点，以及驱动因素有所把握，然后根据情况逐步进行调整。例如：棕榈油P，对于5月合约来说，棕榈油在第一季度产出较低，库存被不断消耗，在3-4月需求抬头的阶段，产量还处于恢复时期，容易产生供应缺口。而对于9月合约来说，该时期正是棕榈油产量强劲复苏的阶段，供应得到保证，市场宽松，价格偏弱。所以对于我们来说，往往寻求合适价位，做大P5-9价差。对于跨品种来说同样如此分析，例如Y-P套利，最主要就是利用两个品种在未来一段时间内受自身周期影响，市场供需情况分化，提前做多届时偏紧品种，做空相对宽松品种。待到目标价位平仓获利。

2.驱动跟随套利，明确主导当前单边行情的驱动因素。

我们知道，影响期货价格的因素多如牛毛。不过可以分为两类，一类是贴近现实的短期因素，也即是当前供需或者未来一段时间内供需的现状（现货价格，库存，开工率，出货情况以及运输等）；另一方面就是预期，比如未来产量的增减，天气的炒作预期，宏观资金面预期等长期因素。而且，我们也经常会遇到，现货压力大，但预期会转好的矛盾情形。单边价格也在现实和预期当中不断博弈，震荡前行，难以把握。那么此时进行套利操作显得比较合适。两种情况：

1.

当前基本面和预期同向，当然此时单边更为合适，套利较难把握。此时要

做套利，就需要对目前焦点把握较好，如果目前驱动焦点是当前基本面占据主导。则按单边方向买卖主力合约，远月合约反向保护。

2.

当前基本面和预期反向，则可按基本面方向操作近月合约，反向操作远月合约。当然这只是一个方向，具体想要盈利仍需紧密跟随市场，明确当前单边价格上涨下跌，到底是何种驱动在发挥作用。

其实此时，无论哪种情况都面临一个因素的干扰，那就是资金推动。资金往往推动主力合约，也即是近月合约。这时就会出现，即使当前主要驱动是远月预期，但近月合约价格反而反映更大的情况。所以实际操作过程中，这点要考虑在内。

3.移仓行情

移仓行情中，价差往往跳动剧烈，暴力且迅速。几天之内蚕食过去几个月利润时有发生。移仓预判因人而异，建议一般散户不要过多参与，赶在移仓之前削减头寸。如参与，要密切关注期现收敛情况，以及仓位变动。

三、时机的抉择

操作方向有一定的把握之后，又回到了开始的阶段。价差放在面前做还是不做？在该阶段考量方面较多，列出几个方面仅供参考：

1.先看价差结构是否“合理”。

也即是是否违背了一般的结构；或者前面分析之后，预期价差变大，但是市场却反向大幅移动。

以Y举例，Y一般是远月升水，当你突然看到价差为近月升水结构时。那么此时就有操作的冲动。

分析这种不合理结构形成的原因。如果是短期因素引起，或者资金炒作推动过度，不具备持续性，可做；如果分析之后，这种结构转变由于政策原因，或者市场预期转变造成，具有长期有效性，谨慎。

2.观察历史区间，并观察在历史上该时期价差时候有一定运动趋势。

主要是为了明确当前价位处于历史什么水平，做到心中有一定的数。如果观察到当前价位处于历史区间两端，例如处于底端，且前面分析之后我们的方向是做大价差。那么此时离建仓操作更进一步。

3.回溯当前价差形成过程中单边的表现。

例：我们预期方向变大，但是该价差回落，给出机会。两种情况：单边上涨，但是远月涨得快，价差回落；单边下跌，但是近月跌得快，价差回落。现在我们准备做价差扩大，买近抛远，逻辑驱动是依靠现货偏紧获利。那么对于第一种情况形成的价差机会，就要相对谨慎，因为单边上涨已经透支了一部分我们所赖以盈利的驱动。对于第二种情况形成的价差机会则把握较大，现货偏紧的前提下，近月大幅下跌加剧了其矛盾。此时介入，一旦企稳反弹，获利概率较大。

4.借助基差收敛的力量。

例：我们发现机会，要做大价差，买近抛远。如果此时发现，现货大幅升水期货，那么随着时间的推移，基差修复有利于我们的头寸，即拉升近月合约；如果此时发现期货升水过多，那么及时当前情况吻合以上三部分分析，也要趋于谨慎。

5.要明确自己头寸的风险点。

例：买近抛远的套利。我怕单边上涨过程中，远月涨更多，那么一切能够增强远月看涨预期的驱动要密切关注；怕单边下跌过程中，近月跌的多，那么一切不利于现货方面的消息密切关注。

6.等等

四、制定交易计划

事先做好价差路径推演，决定加减仓时机。根据预期设想决定初始仓位以及后续加仓比例。同时，日常佐以一定比例于底仓的滚动操作，滚动仓位日内给予了结。以上仅为作者自身认知，仅供探讨。

陆家嘴大宗商品论坛

更多精彩资讯，请来金融界网站(www.jrj.com.cn)