

双维度理解期货投资

期货，只为风险而生。

企业经营犹如江中行船，难免遭遇风浪。从古到今，无数企业家思考着如何能够规避风险，乘风破浪，带领企业砥砺前行。1848年，CBOT的成立标志着现代意义的期货交易所的出现，期货，正是曾经的芝加哥谷物商人，应对农产品价格波动的创造性发明。历经170多年的发展，从期货合约的标准化，到结算风控规则的完善，从商品期货的扩展，到金融期货期权的遍地开花，期货市场的建设日益成熟。对于期货投资理解，也越来越丰富多元。

于国家而言，期货市场关乎大宗商品的定价权，关系到资本市场的第三级风险管理体系的建设，意义非凡；对公司来说，利用期货规避商品价格波动的风险，套期保值助力企业的长久稳健发展；就广大投资者而言，充分发挥期货在资产配置上的功能，帮助广大人民群众增加资产性财富收入，共创美好生活。这一系列期货市场功能的发挥，都需要我们对于期货投资有理性客观的认识。

从参与期货市场的目的来说，无外乎风险管理和资产配置。对于期货投资的思考，也要从“衍生品”和“大宗商品”两个维度来理解。

先来说说，“衍生品”（Derivatives）视角下的期货投资。

期货，是四大衍生品类之一（远期、期货、互换和期权），更加强调期货投资的“风险管理”的功能，是投资组合管理的重要工具。在这个维度上，主要是机构的视角，利用期货合约去进行风险对冲，调节资产组合的风险敞口，投资者要更加注重对于风险的深刻认识和对于风险管理工具的灵活运用。

投资是认知的变现，“衍生品”（Derivatives）视角下的期货投资，PK的核心在于对风险的认知。关于风险的解读和刻画，古往今来，难出“奈特”。作为芝加哥经济学派的创始人，新古典经济学的开山鼻祖，弗兰克·H·奈特以《风险、不确定性和利润》一书，通过对风险和不确定性的区分和描述，较为完整地把信息经济学的思想呈现于现代经济学的殿堂中，为后起的信息经济学家们点亮了第一支思想明烛。“风险是一种人们可知其概率分布的不确定，但是人们可以根据过去推测未来的可能性；而不确定性则意味着人类的无知，因为不确定性表示着人们根本无法预知没有发生过的将来事件，它是全新的、惟一的、过去从来

没有出现过的。。。利润的真正来源是不确定性”。风险是可以为当今人所认知度量的“不确定性”，是可以通过“聚集”——保险，或是“专业”来规避的，同时，风险也恰恰是“专家”与“普通人”的关键差异。风险时刻存在，企业家或者是投资家，拥有着异于常人的“专业知识”，能够更加有效的度量风险，借助如同期货、期权等工具去对冲风险，管理风险，继而获取行业平均利润率或某种固定的收益率；同时，在面对人类都无法预知的风险——不确定性时，部分卓越的企业家或投资家，通过识别不确定性中蕴含的机会，并通过对资源整合来把握和利用这些机会继而获得超额利润。

机构在风险管理上的诉求总是各异的。于实体产业而言，要考虑自身的企业组织性质，国企要以套期保值为原则，受到“八号文”的各项约束，同时还要兼顾企业内部管理流程规范性与期货套保交易时效性冲突，最后还要扛得住套保盈亏时的各种压力，并通过自身的坚持让企业上下看到，套期保值对于企业稳健经营的意义，对国企资产保值增值的价值；民企则要在满足自身风险管理需求的基础上，尽量降低风险管理所需支付的成本，继而让企业利益最大化。场内还是场外，期货还是期权，远月抑或近月，对冲平仓还是交割了结，都需要结合自身情况进行优选。于金融机构而言，利用期货等衍生品工具对冲风险在，则要在满足监管对相关投资的要求下，受到产品合同中投资范围和比例的约束，并结合投资经理的投资策略来调节投资组合的风险敞口，以期获得预期的收益，甚至去赚取超额收益。收益与风险的对立统一，危与机的同生共存，不正是对企业家和投资家专业能力和风险驾驭能力的考验吗？

随着越来越多衍生品的开枝散叶，风险管理工具的日益丰富，期货市场不断改变着许多传统大宗商品行业的贸易模式和定价机制，对于这些产业管理者和经营者在风险管理理念、金融衍生品工具的应用，甚至是组织的信息化和系统化方面的要求越来越高，对于那些能够熟练应用各类风险管理工具的复合型人才需求也将持续加大。

再来谈谈，“大宗商品”角度下的期货投资。

聚焦在商品期货上，强调的是期货作为大宗商品这类资产的重要投资工具，相对于其他投资工具的优点，以及大宗商品与其他大类资产投资收益的负相关性，凸显其在资产组合中的“分散化 Diversification”效果，以及抗通胀的保值效

用。

国际上，往往将股票（Equity）和债券（Fixed Income）作为传统的主流大类资产，而大宗商品则归入另类投资（Alternatives）之中，在国内，源于经济结构的不同，大宗商品所处的农业和原材料行业则居于重要经济地位，大宗商品投资因其周期性和暴力性而广为人知。期货市场，更是与证券市场并驾齐驱，是普通投资者进行直接投资的合法合规的重要渠道。鉴于此，期货投资在中国，对于广大投资者而言，具有重要的资产配置功能。

具体而言，大宗商品视角下的期货投资，兼具两大价值——分散风险（risk diversification）和抵御通胀（inflation hedge）。大宗商品期货投资的风险特征有：1、商品与股票和债券的相关性比较低；2、大宗商品通常对经济周期敏感；3、大宗商品与通胀是正相关，而通胀与股票和债券一般是负相关。之所以大宗商品能够抗通胀，很简单，从通胀的定义来说，本就是一系列商品价格的上涨的现象，而期货市场交易的商品，往往是“CPI”的重要组成部分，此外，当通胀高企的时候，人们普遍会对信用货币产生不信任，继而寻求传统一般等价物——贵金属的“避险需求”。但要注意的是，并不是所有商品都能够抗通胀，更不是我们平时所感觉到的“食品原料”可以抗通胀。记住，只有不可再生的商品（Storable Commodities，诸如原油、铜、铝、锌、金、银等），才能抗通胀，而那些可再生的大宗商品（Non-storable Commodities，诸如小麦、玉米、大豆、猪肉等），是不可抗通胀的。此外，投资大宗商品的方式也不指期货一种，一般来说，可以分为直接投资大宗商品（直接采购现货，但要支付仓储成本，并存在 carry costs），和间接投资（期货投资，大宗商品的股票，商品 ETF 等）。相对于其他投资大宗商品的方式而言，对于国内普通投资者，期货投资可谓是投资效率最高的一种渠道了（合法合规，投资便利，流动性好且能加杠杆等等）。

目前，从商品期货的定价来说，主要也是沿用大宗商品的定价逻辑。长期投资商品期货合约，其最终投资收益可以拆分成以下几个部分：

$$\text{Total return} = \text{spot yield} + \text{collateral yield} + \text{roll yield}$$

期货合约收益= 现货变动带动期货价格变动的收益 + 抵押收益 + 展期收益

其中，collateral return：抵押收益的产生，是因为期货实行保证金交易，自带杠杆，因此不需要支付全部的金额去购买，这些暂时用不到的自有资金可用

于购买国债等固收产品，期间所产生的收益称为抵押收益。实际投资中，该部分的收益来源于期货账户中可用资金的利息收益。roll return：展期收益的产生，是因为期货投资是一份份的标准化合约，每一份合约都有其活跃时间和到期期限限制的，故而长期持有来说，随着主力合约的交替，要进行期货合约的展期交易，不断滚动进行，在展期时所产生的收益就称为展期收益。值得一提的是，在期货升水（Contango）的情况下，多头持仓的 roll yield 是负的（空头反之）；在期货贴水（Backwardation）的情况下，多头持仓的 roll yield 是正的（空头反之）。

众所周知，商品的价格取决于供需，期货的投资关键在“预期”。我们不断扩展自身的研究，就是期望能够将更多的未来涵盖在预期之内。不同的投资者，出于各异的目的，结合自身的“认知”，去研判分析，继而形成各自的“预期”。有所分歧，才会成交。有的人坚信市场行为包容一切，历史会重演，运用各种技术指标，精准研判；有的人基于经验概率分布，统计分析，利用大数定理，追寻投资组合的期望收益。天下熙熙，皆为利来。不同的人，对于期货投资，有着不同的认知，也正是这些千差万别的“定价模型”，才让期货市场这个“零和游戏”，具备了长期投资的价值，能够让那些配置期货的投资者有机会获取超额收益。而于这些在期货市场博弈的人，核心的竞争就在于两方面，即如何提高自己的“预期”能力——行情研判，以及怎样加强应对“不确定性”的能力——风险控制。

你未看此花时，此花与汝心同归于寂。

你来看此花时，则此花颜色一时明白起来。

对于期货，之于投资，两个维度，一点思考。

王静

于北京

2021-4-1