

期市“悲情英雄”大盘点

长安基金银闰铖功5号的清盘，让2013年问鼎私募冠军的刘增铖再度置于舆论的风口浪尖之上，与去年评论者的惊叹和褒奖不同，这次裹挟他的是质疑和唏嘘。

重仓豪赌固然是其失败原因，但是为什么一份不活跃的合约也会令刘增铖折戟沉沙？到底是谁终结了刘增铖的绝地反击之梦？

而刘增铖的沉浮故事，也令人联想到陶云峰、刘其兵等一度风光无限的期货高手的悲剧，造成他们悲剧的原因是什么？起起伏伏之间，这些“悲情英雄”又有着怎样的遗憾和警示？

□本报记者 王朱莹

刘增铖：遭现货巨头“猎杀”

2014年10月23日，城头变幻大王旗。当刘增铖的博客首页还停留在2013年度中国私募基金最高殊荣——“总冠军”奖牌的展示页时，转折却悄然来临：银闰铖功5号10月23日因为投资标的价格波动引发净值从前一天的0.8元/份跌至0.647元，当日跌幅达到23.16%，同时也跌破预警线0.75元以及止损线0.70元，故而触发清盘诉求。

根据刘增铖的道歉信以及相关知情人士的透露，事情的大致经过复盘如下：10月23日之前，刘增铖大部分基金产品的净值都在0.8—0.9之间，他需要一个极佳的行情来完成反转。刘认为最近外盘原油大跌，国内前期化工产品大部分都跌幅可观，只有PVC期货跌幅较小，便将最后一根救命稻草押在了PVC期货的补跌上。

23日开盘PVC期货主力1501合约很像要跌停的样子，刘便加仓做空1501合约，PVC期货1501合约顺势跌停。

刘增铖的预想是在第二天顺势获利平仓，但令其没有想到的是，当天跌停后不久，1501合约便涌现出不可小觑的多头力量，该合约在跌停板停留几分钟后开始大幅反弹，并触及其止损位。刘增铖决策平仓，但是因为合约流动性较弱，并未如他所愿平仓，导致其基金产品净值随行情波动跌幅较大。

发人深省的是，PVC期货是一个并不活跃的品种，大部分时间成交量

不足万手，持仓不超过3万手。这样一个弱流动性品种，为什么会葬送刘增铖的绝地反击之梦？其背后的终结者到底是谁呢？

“不要小看不活跃的品种，PVC期货虽然不活跃，但是自2009年5月25日上市，长时间以来沉淀了许多现货企业。他们对市场有着敏锐的判断，而且有着套保、套利的需求，随时闻风而动。而且，刘增铖看空PVC期货的逻辑本身就有漏洞，这让现货商捕捉到了市场纠偏的机会。”一位知情人士王先生向中国证券报记者表示。

王先生表示，多头以国内一家塑化贸易领域内的龙头企业为主，还有其他5—6家现货商或私募机构跟踪这一市场。“这些现货企业和私募有丰富的期货交易经验，他们认为当前PVC期货已经相对现货贴水，而且23日当天跌停后的基差十分罕见，原油期货下跌并不支持PVC期货如此大跌。”

据王先生透露，23日5型电石料华东市场自提报价在5990—6060元/吨，华南主流在6070—6100元/吨自提，当时期货已经贴水，而当日跌停价为5350元/吨，基差（现货—期货）高达600元/吨以上。

“一位日常与我们沟通较多的现货商认为，这么大的基差是罕见且不合理的，于是给我们打电话，说出做多次机会，我们分析后认可他的逻辑，就在当天做了一把多。事实证明现货商的逻辑是对的，大家也都没想到刘增铖在做空，事后才知道。”一位参与做多的私募人士表示。



CFP图片

陶云峰：重仓隔夜 成败萧何

“刘增铖去年和今年截然相反的业绩，让我想起了当年震惊国内的桃子基金，也是一年风云、一年折桂，当年叱咤风云的大佬陶云峰已亡命天涯，有人说，他逃命在小岛国，做中文家教，业余刷墙、装空调，积累资金准备东山再起。期货一起一落，再正常不过，这才是人生。”一位期货人士在其微博上写道。

陶云峰，从一名中学政治老师华

丽转身为嘉兴盈丰投资总经理，主管桃子基金，从事期货投资。2011年从50万元做到250万元，年收益率400%，一时风光无限。但很快风云突变，2012年底，其所管理的7只桃子基金产品几乎全部爆仓，亏损总额据说上亿。

“重仓”、“隔夜”是陶云峰成功的原因，同样也是他失败的关键。有细心的市场人士发现，“桃子基金”账户在操作初期的回撤通常较小，但一旦有了较多利润之后，回撤便会加大，最大回

叶燕武：平和心态方能成就“寿星”



叶燕武 混沌天成期货研究院院长，专注商品宏观策略研究，连续四年荣获上海期货交易所优秀宏观分析师；研究院将依托混沌研究的专业品牌优势，构建“数据+策略+交易”的投研金字塔体系，以“全局整合、区域精深”的特色商品产业链服务基地为突破口，系统开发集策略深度研究、调研活动策划、产业机构交流、风险管理培训为一体的投资咨询序列产品，同时也为未来公司资产管理业务的发展倾注源动力。

□本报记者 王朱莹

“投资的资金盈亏伴随着人心理的巨大起伏，贪婪、恐惧、骄傲等都是人性难以克服的弱点，只有以一颗平和的心去交易，才有可能在市场上持续稳定获利，最终成为‘寿星’。”混沌天成期货研究院院长叶燕武在接受中国证券报记者采访时表示。

中国证券报：您如何评价期货市场上明星多而寿星少的情况？是什么原因造成了这一现象？

叶燕武：首先，明星多寿星少是金融市场的共同现象，因为投资是将确定的资金投入不确定的未来，时刻伴随着收益与风险的动态评估，金融市场生态环境在不同阶段的主要矛盾和运行逻辑在不断变化，因此各种投资策略和逻辑在不断变化，因此各种投资策略和逻辑在不断变化，因此各种投资策略和逻辑在不断变化，而投资者交易风格的渐变性与市场风格的突变性之间的矛盾决定了一批人的崛起必然意味着另一批人的倒下；其次，期货市场相较股票市场明星多而寿星少的现象更为突出，主要原因在于期货的高杠杆和零和游戏，高杠杆放大了风险与收益的比例，暴赚暴赔的几率更高，而零和游戏则是由于期货的交易对手特点所决定的，股价上涨时股票持有人都会享受账面资产的增值，而期货价格上涨多头盈利对等空头亏损，因此期

货市场的丛林生存法则是相当残酷的，期货交易好比狩猎场，逮不到猎物你就成了猎物，因此偶尔犯一次错误可能就是致命的。

中国证券报：期货市场上有人爆仓返贫、有人一夜暴富，您认为应该如何正确看待期货工具？

叶燕武：首先，从投资者的角度，必须要接受收益与风险基本对称的现实，期货工具相对股票的高杠杆决定了高风险与高收益并存，这其实是一种中性的概念，就好比一把锋利的菜刀，关键在于你有没有掌刀的本事，专业投资者用起来娴熟自如，初级投资者用起来很容易割伤手，盲目追求高回报往往会遇到你承受不了的风险，很多暴富神话灰飞烟灭不在少数，因此对自己风险偏好的界定和量力而行很关键。

其次，期货的本质是风险管理工具，是为企业或机构规避相关商品或资产价格波动风险为设计的，期货市场实际上是风险转移和风险定价的市场，企业或机构作为风险卖方提供持仓深度，投资者作为风险买方提供流动性，两者因对某类商品或资产了解的基本面信息不对称从而产生价格预期上的差异，这种产业资本和金融资本的多空博弈和对抗促进了该商品或资产的定价动态合理化，因此投资者参与期货交易最好坚守自己

熟悉的品种，你对该品种基本面和定价模式理解的越深刻越透彻，你对价格波动的敏感度就越高，盈利的机会自然也多一些。

中国证券报：期货市场上有“寿星”吗？如何才能成为寿星？

叶燕武：首先要弄清楚“寿星”的定义和概念，个人认为能在市场里长期存活下来的就可以称为寿星，如果限定在连续若干年保持不败业绩的范畴未免有些狭隘，当然这样的人确实存在但凤毛麟角。“寿星”是经市场长期检验的结果，这就好比登顶珠峰几乎是每个登山爱好者的理想，但真正能达到所愿的少之甚少，因此活着是第一位的。

其次，期货市场是对人性的洗涤，获利是对人性优点的嘉奖，亏损则是对人性缺点的惩罚。投资的资金盈亏伴随着人心理的巨大起伏，贪婪、恐惧、骄傲等等都是人性难以克服的弱点，亏损时，有怀着侥幸心理，不处理亏损不认输以至暴仓的风险，获暴利时，有着人性骄傲狂妄无视市场导致覆灭的风险，只有以一颗平和的心去交易，才有可能在市场上持续稳定获利，最终成为“寿星”。

中国证券报：投资者应该如何平衡单边和对冲套利以及风险和收益？

叶燕武：当投资者准备参与某个期货品种交易前，首先要问自己三个问题：是否了解你自己？是否了解你所交易的品种？是否了解你的交易对手？其一，经过不断的交易和学习，投资者需要逐渐建立适应自身能力禀赋和人性特征的交易模式，因为尽管交易模式一般分为趋势交易、套利对冲和短线交易，但鞋与脚的匹配与否至关重要，曾经有些做短线交易非常成功的人觉得自己的能力不应局限在此，在尝试向波段交易转型过程中遭遇难以想象的痛苦甚至重创。

其二，暂不论境外市场，国内目前已上市40几个期货品种，涵盖股指、国债这两类金融品种，以及有色金属、黑色金属、能源化工和农林等大宗商品，但不同品种的特性、成熟度以及该品种所连接的参与者结构存在较大差异，因此品种的识别特别是品种背后参与者的识别是

投资者必修的功课。

其三，单边交易面临的是绝对价格风险，同品种不同合约、强关联不同品种的套利交易将绝对价格风险减少为相对价格风险，因此盈利的尺度自然也降低下来，对冲交易的风险因两类品种的产业关联度强弱而有所不同，如2012年抛螺绞买豆粕的经典对冲实质是这两个品种的双边投机，风险其实是单品种单边交易的两倍甚至更高，因此对冲交易如同顶级艺术家是期货交易中最专业水准最高、对资金风险管理要求最严格的模式，切勿轻易模仿。

中国证券报：为期货市场健康有序的发展，对市场不同的参与者，您有什么意见和建议吗？

叶燕武：中国期货市场经过二十几年的发展奠定了服务国民经济和实体经济产业的基础，特别是2008年金融危机中彰显了风险管理的功能。作为市场的参与者，首先要搞清楚参与期货的目的是什么，是套期保值、资产配置还是投机？

对套期保值者而言，套期保值是一项严格复杂的系统工程，涉及研究分析、交易、风险控制、财务、实物交割等一系列环节，因此需要建立完整的套期保值管理体系，但光有制度和流程还不够，最重要在于执行，企业一把手能否管好自己手很关键，现实中很多企业套保变投机最后酝酿悲剧的风险事件往往与此相关。

对资产配置者而言，随着国内期货市场与其他金融市场的迅速融合，期货私募和专业投资人群体快速崛起，各种期货相关投资组合产品发展迅猛，投资者需要做的最重要的功课是学会鉴别和筛选适合自身理财需要的投顾和产品，让专业的人做专业的事。

对投机者而言，其一是要以开放的心态持续不断地学习，因为市场每天都在更新进化，与时俱进才是正道；其二是要尊重市场，勇于认错，期货市场专治各种不服，只有活着才能更好地生存；三是学会掌握资金管理和仓位控制方法，好的交易成果一半归功于此，但坏的交易结果往往根源于此，必须谨慎理性。

撤一度曾达到50%左右。仓位方面，“桃子基金”账户打底仓位是50%左右，而且大部分交易日都是100%左右的隔夜仓位。

对此，陶云峰如此解释：“这个基金的资金是自己的，我可以承受极大的波动。做生意，白干是可以的，生意不成情谊在。但亏本就是失败，所以一开始以求稳为主，有了利润之后，一般允许回吐利润的50%甚至100%来追求收益的最大化。重仓与否关键看是否有爆仓几率，在不太可能出现爆仓的前提下可以去充分挖掘资金的利用率。”

“他的交易模型我最清楚：重仓，赌某一个突破点，套了不砍，固定比例止损。这种手法，在2009—2011年单边行情好的时候有效，到了2011年下半年，就开始失效了，导致他账面一直亏损。后来停不下来了，便开始借钱交易，近乎赌博。其实是钱来的太快，自我膨胀了。”一位接近陶云峰的人士表示。

该人士补充说道：“早些年，陶云峰在一个月不到的时间内，小资金赚了一千多万，以为打遍天下无敌手了，其实是因为当时的行情很大，自己胆子也大，重仓赌到的，并不是因为自己的交易系统有多好。期货就是这样，赢的时候很精彩，败的时候也很精彩。”

刘其兵：罔顾套保 投机空铜

刘其兵，是2005年震惊中外的“国储铜事件”的主角。2002年至2006年，LME铜价自1457.5美元/吨的低价涨至最高8800美元/吨，而他是早在20世纪90年代就率先发现了铜的超级牛市。

在国储局任职的他自1999年就开始积极做多，从铜价1000多美元到3000美元期间，为调节中心带来了丰厚利润，因此也成为期货界的一位神奇人物。

但他严重低估了这轮超级牛市的持续时间和点位，2004年LME铜价攀上3000美元/吨之后，他由多翻空，在3000美元以上大肆放空，建立的空头头寸据说约为15万至20万吨。曾经有人劝阻他放弃做空，但他依然固执己见，结果被斯迈尔金属公司、瑞福期货、伦敦标准银行、巴克莱银行、曼氏集团、AMT、萨顿公司、以及一家总部

使用期货工具莫因噎废食

□宝城期货 程小勇

在法国里昂的基金公司等众多海外对冲基金盯住，他们联手做多，导致铜价破天荒地突破了4000美元，当时堪称天价。

2004年10月的一天，LME铜价突然暴跌10%，决定拼死一搏的刘其兵在其结构性期权组合中越权大量卖出看涨期权。但是天不遂人愿，国际铜价仍然一路攀高，直接冲破4000美元/吨，此时刘其兵的账面亏损已经很大。

在此之后，国储局有关部门成立了应对小组，数次拍卖储备铜，试图平抑铜价；大量铜现货被运至伦敦金属交易所亚洲的数个仓库作实物交割。通过实物交割、平仓、展期等多种方式止损，将原有的损失降低，但仍无法挽回巨亏的局面。

事后，业内人士对此点评道：国储局作为国家行政部门，理应起到物资紧张时供应市场放储平抑价格，物资充足时收购入库以备今后不时之需。当伦敦铜折算进口价小于上海期货市场铜价时，买伦敦卖沪铜，再加上国内现货市场是最终需求方，国储局的套利行为当立于不败之地——即使套利最终无利可图，也能在国内现货市场迅速卖出。

而自2004年起，这一天平倾斜了，伦敦铜折算进口价明显高于沪铜，国储局最终丧失了应有的立场，开始从事所谓的反向套利——卖伦铜买沪铜，这相当于把国内的铜卖到国外，而中国由于电力行业的急剧扩张正张着大口需求精铜！

“从事件本身来看，刘其兵的行为并不是套期保值，纯粹是个人主义的投机行为。其大肆抛空的动机是因为当时铜价处于历史最高点，并不是因为国储手中持有大量货物的保值行为。其实从国储本身而言，低位收储保企业生存，高位抛储平抑物价是其主要职能，但在2004年国内铜价高企，同时供应十分紧张的情况下，国储的行为应是在国内市场释放库存来满足需求，但刘其兵却在国际市场上抛空，一来这与国内铜市场的实际情况相违背，二来也与国内为实际的净进口国、出口基本不可行的事实相违背。国储抛铜的警示不是在于套保本身的问题，而是在于内部控制和监管上面。”期货界人士车先生表示。

从投资角度来看，要获得收益必须承担风险。期货投资也是一样，只不过由于期货赋予了投资者加杠杆的功能，因此投资者可以以少量的资金获得巨额回报，但也因此可能亏损惨重，这就使具备杠杆能力的金融衍生品工具相对于传统基础金融产品更具复杂性、专业性和高风险性的特征。

从期货市场健康发展的角度看，期货投资者是市场发展不可或缺的重要组成部分，如果缺乏期货投机者，单纯依靠套保企业，市场就没有承接企业转嫁风险的主体，市场交易就会逐渐萎缩。因此，有以下几个方面的建议：

第一，要有科学的投资理念，期货市场是一个带杠杆的投资工具，市场存在风险，不要有一夜暴富的思想，但也要避免视期货为猛虎的看法，慎重参与期货投资。

第二，熟悉期货市场法律法规，以便做好维护自己权益的工作，避免非法期货、期货交易不合规或者欺骗行为对投资者自身的侵害。

第三，期货是一个相对专业的投资工具，能够自己交易的投资者需要加强学习，不断完善自己的交易系统，强化自身的风险管理意识，以便在期货交易中减少亏损。

第四，对于自身不能胜任交易的投资者，可以选择期货公司获得交易资讯等服务；可以购买相关的期货理财产品，这样可以通过较低的门槛参与期货投资。

第五，对于一些私募机构，在发行期货产品的同时，需要充分揭示交易风格等信息披露，慎重、勤勉地帮助投资者以专业的方式理财，既不能过度宣传业绩而忘记市场的高风险，也不能为了获得的业绩而使用不合规、不正当手段操作市场。

第六，鉴于对冲、套利交易在投资理念、活跃市场、纠正价差等方面具备单边投机不具备的优势，应该鼓励投资者多参与对冲、套利交易。未来国内期货市场逐步进入机构化投资时代，大资金将成为市场的主角，对冲、套利交易将会越来越成为主流。