

期货研究 剑在匣中何时鸣

□本报记者 张利静 记者 马爽

期货私募纷纷崛起，交易背后的期货研究员却似乎开心不起来。一些投资者将研究员分析戏谑地称为反向指标，研究员本身受各种因素影响，长期被隔离在交易的大墙之外。一些有投资理想的研究员一转身，从卖方研究员变成买方研究员，投身与现货及交易紧密相关的投资公司及现货公司。剑在匣中沉寂久，歌于野外欢畅新。研究员出走，是诱惑太多还是枷锁太重，未来，期货研究员何去何从？

期货研究员出走

“天上掉石头，研究会入定，分析石头大小，密度稀疏，质量高低，数量多少，下落速度等等，各种声音各种结论；交易员会立马就跑，下石头啊，还想啥！”

这是最近微信朋友圈中流行的一个段子。

卖方研究员与交易员在现行金融制度下的中国证券、期货市场是两个无法并轨的岗位。由于研究员被隔离在交易之外，难免引起交易员尤其是投资者质疑：没有实战经验如何指导交易。一些研究员自己也调侃自己的工作与市场脱节——“写完日报写周报，写完周报写月报，就连周末也在加班写报告”，一方面，研究国内外宏观经济走向，关注影响国内外经济的财经事件及数据，另一方面需要深入了解某个或某几个产业的经济形势。而交易员则每天大量操作交易单，真金白银在市场中博弈。

研究员心在未来，交易员则活在当下。前者拿固定工资，后者从市场中赚钱。

面对上述质疑，一些券商研究员能够以业绩或数据为自己辩白，券商研报荐股成功率也有据可查。投资者只要按照研报指导操作，在对的方向中基本会有所收益。而期货研究员则没有那么幸运，期货交易的加杠杆操作在具体交易中放大了操作的失误和准确所带来的结果，同样的研究建议因不同的投资者解读和交易水平而有天壤之别，其中甚至不乏“看对做不对”的案例。

中国证券报记者曾对多位资深期货研究人士进行过调查。这些人士认为，期货卖方研究员研究水平良莠不齐，但基本上一个商品期货研究员的初步成熟期是三年，三年足以让一个研究员熟悉一个产业的形势、品种技术特征、投资逻辑等，对一个商品期货品种的基本面、技术面有深入的把握。“但是仅凭一个研究员对基本面的了解并不一定代表能够有效指导客户交易。”

一德期货郑州营业部总经理李连胜表示，公司研发在客户服务过程中是业务开发的内生动力，是业务开发引进的第一位智力支撑。好的公司研发必将促进业务的外延拓展和内涵性提升，形成研发、业务和客户体验三者之间的良性互动。“公司研发在服务客户过程中最终都要接受客户与市场的检验，这也是衡量研究价值的重要甚至是唯一标准，是研发硬实力的体现。因此，公司研发遇到的问题就是客户有效需求的满足。”

正确的研究无法有效指导客户交易，这在期货市场似乎是一个难解的命题。部分公司通过“私人定制”的方式，以策略化的研究突破这一困局，受到许多企业客户的追捧。然而，对于更多研究员来说，受公司制度及研究水平影响，尚无法开发出应用效果好的策略。

这直接影响的是，期货研究员的价值感，放到更大的命题中来说，也许就是期货卖方研究的价值。

据中国证券报记者了解，目前许多期货公



CFP图片

司尚未有与研发转化相关的制度及激励措施。而商品期货研究员尤其是有了足够研究经验的研究员，已经按捺不住补足交易“短板”的心情，纷纷向外寻找能够发挥更大价值的出路。华中地区一位曾在期货公司任职的农产品研究员转型到现货公司做买方研究员之后，表示转型后自己如鱼得水，之前的很多研究如今可以应用到实战交易中去了，而且效果还不错，在现货公司也很受重视。

而专业机构对期货研究人才的青睐也日渐明显，越来越多的投资机构吸纳期货研究人才为员工甚至合伙人。甚至有部分研究员离开公司，转而成为公司的客户，在他们眼中，期货市场品种、投资者结构越来越健全，自己在对市场有一定了解和熟悉后，也想出来“试试拳脚”。

期现结合的困局与突围

一位业内人士称，商品研究员有五件事要做：一是要客观描述行业的事实；二是要发现市场的主要矛盾；三是要找到未来的变量；四是要进行有效的比较；五是要提出有价值的建议。最后一条，往往是最难做到的。

长江期货江汉营业部总经理史萍表示，目前研究人员是否能为客户提供实盘操作指导还存在很多问题，除了一些硬性条件比如应具备期货投资咨询资格证书的人员才有资格为客户进行实盘指导。另外还需要公司内部制定阳性的相关政策协议，这可能会涉及到员工的个人利益以及在客户发生亏损时采取什么样的处理措施等等。

对于期货公司研发工作的应用和价值，史萍表示，期货公司的研发报告以及行业其他的报道都会在公司的下单软件上体现，另外还为客户提供在线咨询服务。在开发大的产业客户时，还会邀请公司投资咨询部或者相关研发人一起参与，为客户制定符合客户要求的参与期货方案。“商品期货研究要走出去，走进产业链，去获得现货公司的资料和数据。”

史萍表示，目前国内期货研究尤其是买方研究做得很不错，一些投资公司比如凯丰都可以很好地运用期现结合的手法进行期货交易，一些期货研发精英，在能力达到一定程度后，能跳出期货公司成立自己的投资公司，这都是很好的例子。“专业人士应该做专业的研究。”

据了解，期货公司研发模式中有两种典型模式，一种是公司总部设研究所统一指导，另一种是在品种主产区设立营业部，布局研发力量。部分公司在第二种模式中成功突围。中国证券报记者了解到的一个典型案例是，某大型现货背景公司在南宁设立营业部，同时将公司白糖研究力量集中在该营业部布局，公司经营背景、产区等优势作用下，该营业部在六年前的客户权益已经达到近10亿元。

李连胜认为，研发实力的提升应该包含两个层面，一是研发软实力，也就是市场知名度。“好酒不怕巷子深”的时代已一去不复返，做好宣传是第一要务；二是研发硬实力，也就是为公司和客户所创造的价值。“只要研发报告贴近市场才能取得价值，才是实力的根本体现。二者有机结合，相互促进，才能推动研发的提升。”

期货研发 剑在匣中

中国证券记者在采访过程中还了解到，一些期货公司在谈到若是选择裁员压低经营成本时，会不假思索地抛出“研究员”。研究人员不幸地“首当其冲”，也体现出期货卖方研究价值未被公司得到足够重视。

不过，一些有与客户“打交道”经历的期货公司人士却表达出了不同的声音。“期货公司研发部门是每家期货公司不可或缺的一个部门，在整个公司运作过程中既是公司的形象窗口，也是前台业务岗位的有效支撑，因此发挥着承上启下的重要作用。”上海大陆期货总经理助理李鹏云表示，由于研发部门涉及的面较广，遇到的问题也较多。从最重要的市场调

研方面来说，由于多数研发部门不能直接为公司创造收入，因此在支持工作方面各家期货公司大相径庭。“相对来讲，实力强的期货公司在研发经费上投入较多，而实力较弱的期货公司则会在研发方面节省开支。反过来，这句话依然成立，研发投入较多的期货公司实力一般也较强，研发投入较少的期货公司实力则相对较弱，这是相辅相成的。”

“对于大多数期货公司来说，目前最为突出的问题之一还是未能充分发挥研发部门的作用。”李鹏云表示，多数公司虽都设有研发部门，但如何让研发部门充分发挥作用却成为不少公司最为头疼的问题。

与此同时，一些期货公司也已开始着手改善这一现状，让研究人员从传统的研发岗位向实战交易方面靠拢，研究员也不再是空泛地去谈论市场，要用实际交易策略指导去验证自己的观点，这种方式对研究力量的加强具有重要作用。目前国内一些期货公司已启动“投研一体化”模式，公司新晋员工要先从信息采集工作开始，之后做研究员，再做策略师，提出自己的具体交易策略指导意见。

“期货研究所自身也需重新定位，来提升卖方研究与实战交易的能力。”李鹏云认为，对于研发部门来说，提升研发实力的必要性要看对于提升期货公司整体实力的贡献度，而这恰恰也是公司管理层没有意识到的问题。因此，对于大多数期货公司而言，提升研发实力的根本动力较弱，这是因为目前研发团队作用还未充分体现出来，所以如果能在体现研发成果作用上下一番工夫，从而更进一步体现出其作用，那么公司才愿意拿出资金来资助研发工作，这是一个“良性循环”。另一个方面，多数的研发成果就是一摞摞的“研发报告”，未能有效传递到用户手中去发挥作用，造成极大的资源浪费，因此研发团队也想方设法让自己的劳动结晶更加“接地气”，才是目前最需要增强的“软实力”。

期货研究员赵先生的一天

□本报记者 马爽 实习记者 张利静

你身边应该不乏这样一个人：从事投资研究工作，长相一般，有家有室，朝九晚五，勤恳沉默——总之日子过得像白开水，但一谈及美元指数、货币政策、经济数据就变了一个模样——神采奕奕、眉飞色舞。也许，你就是这样的人吧。

在中国，京城的金融大街、深圳福田区的和魔都的浦东新区，这样的人士颇为密集。赵先生就是其中一个。

北方的冬天总是让人格外贪睡，每天早上按下准时在6:30响起的闹钟，赵先生将闲适的洗漱时间兑换成15分钟懒觉，之后一气呵成从起床到出门的一系列程序，最终浸着汗在5号线地铁的车厢中占领一隅之地。

一个小时后，一身运动休闲装扮的赵先生从地铁站走出来，碰上刚从飘着嗖味的停车场出来、西装革履的同事Lee，二人寒暄后一同进入电梯。只要天气正常，这样的情景总会发生。

而早上的辘辘饥肠，总是要忍耐半个小时晨会后，才会在地下一层的食堂里得到满足，和传统北方人一样，赵先生喜欢豆浆油条的搭配，而且把油条泡在豆浆里吃，偶尔，豆浆会换成米粥。赵先生严格将早餐费用控制在6元人民币之内，对比几千大洋的月薪，这样的恩格尔系数让赵先生感到踏实。

作为金融街附近一家期货公司的农产品研

究员，赵先生主要负责研究鸡蛋、玉米、小麦以及刚上市不久的玉米淀粉期货的行情研究、分析工作。

每天早上在自己的格子间落座之后，赵先生要做的第一件事便是打开休眠中的电脑，快速浏览隔夜全球主要财经新闻以及行业新闻，结合这些最新动向，将前一天已经准备好的早评稍作修改，便发给另外一名同事，由他收集后统一发布至公司网站上。而2014年的早评修缮工作较往年很不一样，国内期货市场的夜盘行情、波澜壮阔的外盘市场、隔夜突发的消息等等，已经改变了行情的时间推演秩序。有时候经过短短一个晚上，前一天的行情预判方向变得截然不同了。

8:55左右，赵先生带着满足的胃再次回到自己的座位上，泡上一杯同事从越南度假带来的速溶咖啡，闻着咖啡的焦苦味道，赵先生打开期货行情软件，盯着自己自选栏中的农产品分时走线，验证自己的判断。但毕竟不涉及到自己口袋里的银子，即使行情走势与判断有分歧，赵先生也总是格外淡定。毕竟，行业有规定——期货从业人员不能开户进行期货交易，何况赵先生本身也并非风险偏好者。

不过，研究比交易让赵先生更为动心。开盘之后，仔细观察商品市场各板块的变动后，赵先生便兴致盎然地着手自己的现货数据跟踪统计，主要流程是查看行业网站的现货报价后，随

后复制到自己制作的表格中，再进一步分析整理。整理数据库也是各家期货公司研究人员每天例行的工作内容之一。

短短的早盘行情走出部分趋势之后，早上点评的鸡蛋期货果然出现预期中的反弹，赵先生在技术面、基本面印证分析时候，感到卖出时机已到，于是通过盘间交易短评，由相关负责同事通过信息发布平台将最新观点发送至客户。三年的研究分析之后，赵先生发现自己的判断和行情敏感越来越得心应手，每次对行情之后，赵先生都会感到特别有能量。尽管这不会为他多带来一分钱的收入，赵先生每个月几乎都收到固定数字的工资单。

大概在上午10点钟，赵先生便要开始撰写所负责品种的深度研究报告，期间会有客户咨询行情看法的电话打来，赵先生很乐意这样的交流，虽然这和工资并不挂钩。也有电话是财经新闻电台预约电话采访的。尽管电话不断，但赵先生的研究报告行文思路一直未被打断。而一些客户咨询及电台采访反而令他在阐述的过程中将自己的观点和策略进一步明晰。

这一切活动，将在中午11:30——盘面红绿数据停止跳动的时候戛然而止，赵先生深深呼一口气，开始盘算怎样在下午开盘前的2个小时内解决自己的温饱午间休息。

中午，公司楼下全国连锁的某快餐店是赵

先生常常光临的地方，牛肉盖饭则是赵先生的必点菜单，香辣、红烧、咖喱，周而复始。他很享受这一天之中最为惬意的时光，一边吃饭，一边听周围的食客讨论市场和行情。这是在其他场合不会遇到的情景，赵先生喜欢这样的氛围。回想三年前，赵先生大学刚刚毕业，他学的是会计专业，虽然同是经济领域，但毕竟和金融圈尤其是金融实战还相去太远，那时候赵先生听不太懂这些人在聊什么，而如今在这类话题上游刃有余。

通常下午的工作时间，赵先生是在平静中度过，偶尔会接到突发的任务，比如领导安排周末去交割库考察，或者临时去拜访企业客户，在后的活动中，赵先生通常扮演行情解说员的角色。而在此之前，赵先生不得不做的功课还有查询该公司的网站、年报以及与其相关企业参与期货市场的情况等等。

一天的行情结束后，赵先生对负责的相关期货品种走势和当日“情绪”也了然于胸，随后娴熟而专业地完成媒体的电话采访。当天的网络和第二天的财经报纸上，也经常会有赵先生的行情观点阐述。

作为单身男士，赵先生在北京这座城市中几乎将大部分的感情都寄托到了各种同学会。隔三差五，会有同学在微信群里喊“凑局”，他们也多就职于北京的各金融机构。这种聚会，赵先生常常欣然前往。这不，今晚又有研究生同学的聚会了……

金鹏期货研究所所长张晓磊：
卖方研究与实战并轨
需引活水

□本报记者 马爽 实习记者 张利静

期货研究价值的讨论已是老生常谈，市场对期货公司卖方研究工作的质疑声音也一直在——“中听不中用”。期现结合大前提下，基本面研究的重要性不言而喻，部分公司的“私人定制”研报也颇受追捧。期货卖方研究到底价值几何？对此，金鹏期货研究所所长张晓磊博士有自己独到的看法。

中国证券报：目前，国内期货研究工作在实际应用中遭到一些质疑，在您看来，期货研究的价值体现在哪些方面？

张晓磊：整体而言，期货市场研究的理论价值，主要集中在大宗商品价格体系研究上，实际价值体现在为实体经济服务的过程中。

期货研究的方式和方法很多，对于市场参与者的价值也不尽相同。从期货市场的功能来看，相关的期货研究内容所具有的价值更加明显。

首先，期货市具有两大基础功能，一个是价格发现功能，另一个是套期保值避险的功能。价格发现的功能主要体现在大宗商品市场价格制定过程，以及价格信号对商品供需引导的过程中。现阶段，很多学术领域的研究文章都集中在此方面，主要研究市场的价格形成机制和不同市场的价格引导关系，通过对市场的观察与检验，揭示不同市场价格间的内在联系，为现货生产、流通提供了很多科学的证据和方法。

套期保值功能则主要体现在为现货企业提供风险管理的服务中。此方面的研究更多是在价格发现基础上进行的应用延伸，为实体经济提供风险管理的工具，解决具体的商品价格管理问题。此方面的研究主要是由期货公司为企业服务过程中完成的，主要问题是从业企业中来，解决的方法和思路依赖价格发现功能研究过程中形成的一系列科学的研究方法和工具，是理论应用于实践的关键环节。

中国证券报：如何看待期货卖方研究与实战操作脱节的问题？

张晓磊：从现阶段的国内高校期货相关课程设置和相关论文成果来看，国内期货研究水平已与国际水平接轨，研究工具和方法也与国际水平同步，但理论研究与实际应用之间存在严重的断裂问题。很多有价值的、被国际市场普遍应用的先进手段与方法仅仅在国内停留在理论层面上，未能顺利有效的进入实际的应用环节。

造成这一问题的主要原因是期货市场的研究环节和应用环节脱轨。学术理论研究的主要成果来源于高校，随着国内外研究的逐渐接轨，国内高校掌握了最先进的研究方法，集中了国内顶尖的研究人才，在理论研究上取得了突出进展，成为期货研究先进技术和方法的拥有者。而国内期货市场的需求方主要是实体企业，以及为企业直接服务的期货公司，实际需求方对于期货先进方法的研究和人才积累相对薄弱。在期货实战应用过程中，庞大的需求市场和完善科学的理论供给不能有效结合，路径问题成为了理论研究和实践应用之间的绝对瓶颈。

中国证券报：与其他金融领域卖方研究相比，期货领域的卖方研究的优势和劣势何在？

张晓磊：与券商等规模与实力较大的金融机构相比，期货研究人才匮乏的短板非常清晰。国内高校对于期货市场的研究达到国际水平，但承载着这些知识的主要载体，即高素质的高校人才几乎百分之百地进入了券商等大金融机构，而规模较小的期货市场，实力较弱的期货公司，基本上没有任何的人才储备和技术积累。在技术为王的现代金融市场上，人才与技术的“马太效应”明显，越是实力雄厚的公司人才越集中，技术越先进，发展越快。在这样的尴尬境况下，期货公司的卖方研究基本上没有优势可言。

中国证券报：期货卖方研究的价值该如何进一步体现？

张晓磊：期货市场对于市场的功能体现已得到普遍的认可，现阶段国内的主要问题不是研究水平问题，而是理论转化成果中路径堵塞的问题。继续解决的应该是如何引进活水，如何吸引承载着先进技术的人才进入期货行业，并留在期货公司为切实需要服务的企业服务。要完成这样的目标，首先，从市场角度看，应该更加广泛的普及期货市场的功能与作用，促进高校与企业间的问题沟通与技术合作。其次，在人才引进上，期货公司应该花更多的精力想办法加大人才培养与积累，提升自身水平。

1月全国期市成交同比大幅增长

□本报记者 王超

中国期货协会最新统计资料表明，1月全国期货市场交易规模较上月有所下降，以单边计算，当月全国期货市场成交量为262,596,217手，成交额为447,691.49亿元，同比分别增长69.39%和144.29%，环比分别下降17.11%和22.43%。

上海期货交易所1月成交量为87,756,650手，成交额为61,429.51亿元，分别占全国市场的33.42%和13.72%，同比分别增长61.91%和28.96%。郑州商品交易所1月成交量为78,235,699手，成交额为22,228.78亿元，分别占全国市场的29.79%和4.97%，同比分别增长89.69%和54.26%。大连商品交易所1月成交量为64,988,879手，成交额为25,676.18亿元，分别占全国市场的24.75%和5.74%，同比分别增长42.41%和下降7.13%。中国金融期货交易所1月成交量为31,614,989手，成交额为338,357.02亿元，分别占全国市场的12.04%和75.58%，同比分别增长126.68%和261.6%。