



理性看待期货市场的**投资价值**

【帕丁顿宏观交易】

万得Wind 3C会议



1

期货投资的长期收益来源

- a. 看懂期货定价
- b. 攫取收益元素
- c. 对宏观经济及金融市场的暗示

2

期货是重要的资产配置和风险管理工具

- a. 分散化角色的重要扮演者
- b. 交易预期，锁定价格
- c. 尾部风险对冲的绝佳工具

3

做一个理性的期货投资人

- a. 投机价格变化还是投资期货定价的收益元素
- b. 有效管理杠杆率才能穿越波动

4

披露声明

期货投资的长期收益来源 – 看懂期货定价



期货定价举例

代码	名称	T	现价
IF	CFFEX沪深300期货		3110.2
IF1812	IF1812	0.06%=1.8/3106.2	3106.2
IF1903	IF1903		3108.0
IH	CFFEX上证50期货		2420.0
IH1812	IH1812	0.44%=10.6/2435.8	2435.8
IH1903	IH1903		2446.4
IC	CFFEX中证500期货		4100.4
IC1812	IC1812	1.42%=57.6/4045.4	4045.4
IC1903	IC1903		3987.8

代码	名称	T	现价
J	DCE焦炭		2448.5
J01M	焦炭1月交割		2448.5
J05M	焦炭5月交割	5.5%=132.5/2448.5	2315.0
J09M	焦炭9月交割	3.76%=87/2315	2228.0
JM	DCE焦煤		1367.5
JM01M	焦煤1月交割		1367.5
JM05M	焦煤5月交割	5.8%=79.5/1367.5	1287.0
JM09M	焦煤9月交割	5.5%=71/1287	1358.0

来源：光谱投资、Wind (2018年10月16日收盘)

注：价格变动收益和期限结构收益是期货投资总收益的2个重要成分，结合国内期货市场实际能执行的情况，上图略去了对总收益占比相对较小的抵押收益成分(Collateralized Return)

来源：【帕丁顿宏观交易】微信公众号

期货投资的长期收益来源 – 看懂期货定价



长期来看 (1991-2018)

- 现货涨幅**264%** (绿线)；但如果买商品期货，回报为**-13%** (蓝线)
- 加上抵押收益率的累计回报，买商品期货的累计回报为**85%** (抵押收益率回报+商品期货回报)

商品期货标的 (现货) 价格变动和投资商品期货回报的**差异巨大**，其实原因就是前页PPT提及的“**期限结构收益**长期来看是期货投资总收益的关键组成部分 (可能是**最重要的组成部分**)”

长期投资商品期货，要高度关注**期限结构**！

来源: Bloomberg (2018年10月16日)



期货投资的长期收益来源 – 攫取收益元素

期货标的（按资产类别）的收益元素（含成本成分 – 负收益元素）

期货标的类别	收益成分	成本成分
债券	票面利率	融资成本（抵押或无风险）
货币	外币收益率	本币收益率
股票	股息回报	融资成本（抵押或无风险）
商品	便利收益 (Convenience Yield)	融资成本（抵押或无风险） 仓储 运输 保险 ...

攫取收益元素

配置**高度分散化**的投资组合，降低价格波动率。

投资组合中**做多收益成分**主导标的，**做空成本主导**标的，攫取收益元素

来源：【帕丁顿宏观交易】微信公众号

影响该标的期货的期限结构及期货定价

期货投资的长期收益来源 – 攫取收益元素



以股指期货为例阐述

股指期货		IF.CFE	IH.CFE	IC.CFE
数据区间: 2006/6/30 - 2018/10/16				
样本跨越年数		8.60	3.56	3.56
年化回报 (实际)	样本期内最长	-0.97%	-5.43%	-5.02%
	5年	10.96%	-5.43%	-5.02%
	3年	-1.15%	0.17%	-5.18%
	1年	-9.70%	-3.04%	-20.76%
	6个月	-26.63%	-19.48%	-36.64%
	3个月	-29.81%	-17.84%	-45.43%
	1个月	-33.36%	-14.40%	-52.78%
年化回报 (价格成分)	样本期内最长	-1.08%	-8.22%	-16.25%
	5年	7.38%	-8.22%	-16.25%
	3年	-7.33%	-2.73%	-17.37%
	1年	-11.43%	-3.38%	-25.81%
	6个月	-27.79%	-19.17%	-40.59%
	3个月	-33.31%	-19.87%	-50.13%
	1个月	-36.39%	-16.10%	-56.73%
年化回报 (期限结构成分)	样本期内最长	0.11%	2.79%	11.23%
	5年	3.58%	2.79%	11.23%
	3年	6.18%	2.90%	12.19%
	1年	1.73%	0.34%	5.04%
	6个月	1.16%	-0.31%	3.95%
	3个月	3.50%	2.03%	4.70%
	1个月	3.03%	1.69%	3.95%

2018年行情以来, 自股指期货推出, 样本期内的**3大股指期货的投资总收益均为负**

IF的历史数据最长 (算经历过“蛮牛长熊”), **期限结构收益基本都还是相对稳定的正收益** (即大部分情况下远期贴水, 最近市场比较惨淡, 近期IF和IH也出现远期升水的情形了)

需要尽量分散或对冲价格给投资组合带来的波动影响 (分散掉的部分)

尽量攫取相对稳定的期限结构收益部分 (杠杆前的目标收益部分)

期货投资的长期收益来源 – 攫取收益元素



黑色商品

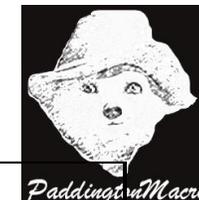
数据区间：2006/6/30 - 2018/10/16		I.DCE	RB.SHF	HC.SHF	J.DCE	JM.DCE	ZC.CZC	FG.CZC
样本跨越年数		5.08	9.68	4.65	7.60	5.64	5.13	5.94
年化回报（实际）	样本期内最长	-0.99%	-0.17%	12.10%	1.99%	4.72%	10.19%	6.54%
	5年	-0.99%	7.02%	12.10%	18.37%	9.54%	10.19%	7.56%
	3年	21.61%	31.99%	30.86%	58.79%	37.25%	27.49%	19.06%
	1年	1.40%	37.97%	30.48%	36.93%	26.15%	23.29%	5.42%
	6个月	-7.02%	38.73%	25.54%	48.20%	23.32%	18.39%	-2.22%
	3个月	20.80%	82.97%	54.45%	115.06%	45.53%	40.49%	9.12%
	1个月	31.52%	82.11%	27.95%	83.05%	48.22%	31.77%	-4.57%
年化回报（价格成分）	样本期内最长	-12.10%	1.51%	3.77%	1.14%	1.36%	4.27%	0.00%
	5年	-12.10%	3.22%	3.77%	10.37%	5.86%	4.27%	-0.84%
	3年	5.14%	20.88%	17.97%	36.24%	23.52%	15.76%	11.04%
	1年	4.82%	18.38%	12.58%	28.97%	15.44%	11.94%	-2.19%
	6个月	-2.66%	12.15%	3.24%	30.46%	6.41%	11.23%	-13.11%
	3个月	29.09%	50.42%	16.38%	78.83%	17.57%	28.37%	-8.02%
	1个月	32.58%	37.49%	5.49%	59.35%	39.40%	16.86%	-18.12%
年化回报（期限结构成分）	样本期内最长	11.11%	-1.68%	8.33%	0.85%	3.36%	5.91%	6.54%
	5年	11.11%	3.80%	8.33%	8.00%	3.68%	5.91%	8.40%
	3年	16.46%	11.11%	12.89%	22.56%	13.73%	11.74%	8.02%
	1年	-3.42%	19.59%	17.90%	7.96%	10.72%	11.35%	7.61%
	6个月	-4.36%	26.59%	22.30%	17.74%	16.90%	7.16%	10.89%
	3个月	-8.29%	32.55%	38.06%	36.23%	27.96%	12.12%	17.14%
	1个月	-1.05%	44.62%	22.47%	23.70%	8.82%	14.91%	13.55%

期货投资的长期收益来源 – 攫取收益元素



		化工商品					
数据区间：2006/6/30 - 2018/10/16		L.DCE	PP.DCE	V.DCE	MA.CZC	TA.CZC	RU.SHF
样本跨越年数		11.36	4.71	9.52	7.03	11.95	12.46
年化回报（实际）	样本期内最长	0.24%	11.41%	-3.85%	3.62%	-1.59%	-13.37%
	5年	9.36%	11.41%	2.68%	9.59%	-0.05%	-19.73%
	3年	8.54%	15.92%	10.74%	15.20%	10.18%	-21.06%
	1年	7.09%	23.61%	3.16%	46.18%	44.53%	-35.74%
	6个月	0.53%	18.58%	-0.56%	39.91%	62.63%	-39.21%
	3个月	11.75%	43.84%	7.80%	78.82%	110.23%	-23.84%
	1个月	14.99%	48.97%	-3.61%	97.09%	152.58%	-35.04%
年化回报（价格成分）	样本期内最长	-2.53%	-1.03%	0.03%	1.00%	-1.64%	-5.87%
	5年	-1.93%	-1.03%	-0.11%	5.01%	-1.36%	-6.16%
	3年	-1.19%	4.99%	5.10%	9.44%	11.28%	-2.84%
	1年	3.58%	21.27%	2.15%	31.41%	35.74%	-7.95%
	6个月	-4.61%	12.13%	-1.52%	23.90%	42.43%	-18.17%
	3个月	3.58%	32.66%	6.30%	50.00%	73.19%	10.21%
	1个月	5.47%	29.96%	-7.41%	74.65%	91.26%	10.39%
年化回报（期限结构成分）	样本期内最长	2.77%	12.44%	-3.88%	2.62%	0.05%	-7.50%
	5年	11.29%	12.44%	2.79%	4.58%	1.31%	-13.57%
	3年	9.73%	10.92%	5.64%	5.76%	-1.10%	-18.23%
	1年	3.52%	2.34%	1.00%	14.77%	8.79%	-27.79%
	6个月	5.14%	6.45%	0.96%	16.00%	20.19%	-21.04%
	3个月	8.18%	11.19%	1.50%	28.82%	37.04%	-34.05%
	1个月	9.52%	19.00%	3.80%	22.43%	61.32%	-45.43%

期货投资的长期收益来源 – 攫取收益元素



		农产品								
数据区间：2006/6/30 - 2018/10/16		C.DCE	M.DCE	RM.CZC	A.DCE	Y.DCE	OI.CZC	P.DCE	SR.CZC	CF.CZC
样本跨越年数		12.46	12.46	5.85	12.46	12.46	11.34	11.12	12.46	12.45
年化回报（实际）	样本期内最长	-0.40%	9.75%	11.90%	1.34%	-1.94%	-4.15%	-8.48%	-2.05%	-1.73%
	5年	0.02%	11.22%	9.93%	-4.82%	-7.77%	-7.14%	-6.09%	-3.39%	-3.17%
	3年	-1.07%	16.74%	11.03%	-7.82%	-3.88%	-3.29%	-3.49%	-4.88%	1.43%
	1年	-1.42%	38.94%	21.44%	-11.13%	-8.64%	-5.10%	-10.07%	-12.88%	-7.47%
	6个月	-5.20%	56.90%	27.80%	-3.75%	-2.72%	-2.60%	-17.56%	-18.01%	-11.78%
	3个月	-5.59%	63.44%	28.78%	-10.51%	0.63%	2.12%	-17.84%	-16.46%	-13.40%
	1个月	-12.83%	97.71%	35.31%	-6.51%	-4.25%	-17.37%	-27.55%	-20.28%	-46.18%
年化回报（价格成分）	样本期内最长	1.85%	3.18%	1.34%	3.11%	0.97%	-2.45%	-4.96%	1.48%	0.63%
	5年	-4.80%	1.40%	2.78%	-3.59%	-3.97%	-3.59%	-3.59%	0.58%	-4.73%
	3年	-3.92%	8.57%	6.80%	-3.35%	0.45%	2.88%	-1.91%	-3.02%	5.79%
	1年	7.52%	20.99%	12.02%	-1.10%	-0.90%	3.96%	-7.03%	-15.15%	3.16%
	6个月	2.85%	28.46%	14.57%	5.88%	3.90%	6.17%	-10.93%	-16.77%	3.44%
	3个月	11.99%	25.86%	9.00%	2.74%	4.75%	9.86%	-7.98%	-14.62%	2.46%
	1个月	11.37%	35.90%	6.52%	6.38%	1.44%	-8.24%	-14.75%	-15.09%	-39.27%
年化回报（期限结构成分）	样本期内最长	-2.25%	6.57%	10.56%	-1.77%	-2.91%	-1.69%	-3.52%	-3.53%	-2.36%
	5年	4.82%	9.82%	7.15%	-1.23%	-3.80%	-3.56%	-2.50%	-3.96%	1.55%
	3年	2.85%	8.16%	4.23%	-4.47%	-4.34%	-6.17%	-1.58%	-1.86%	-4.36%
	1年	-8.95%	17.94%	9.42%	-10.03%	-7.74%	-9.06%	-3.04%	2.27%	-10.63%
	6个月	-8.05%	28.44%	13.23%	-9.64%	-6.62%	-8.77%	-6.63%	-1.24%	-15.22%
	3个月	-17.57%	37.57%	19.78%	-13.25%	-4.13%	-7.74%	-9.86%	-1.84%	-15.86%
	1个月	-24.19%	61.80%	28.79%	-12.88%	-5.68%	-9.13%	-12.79%	-5.20%	-6.91%

期货投资的长期收益来源 – 攫取收益元素



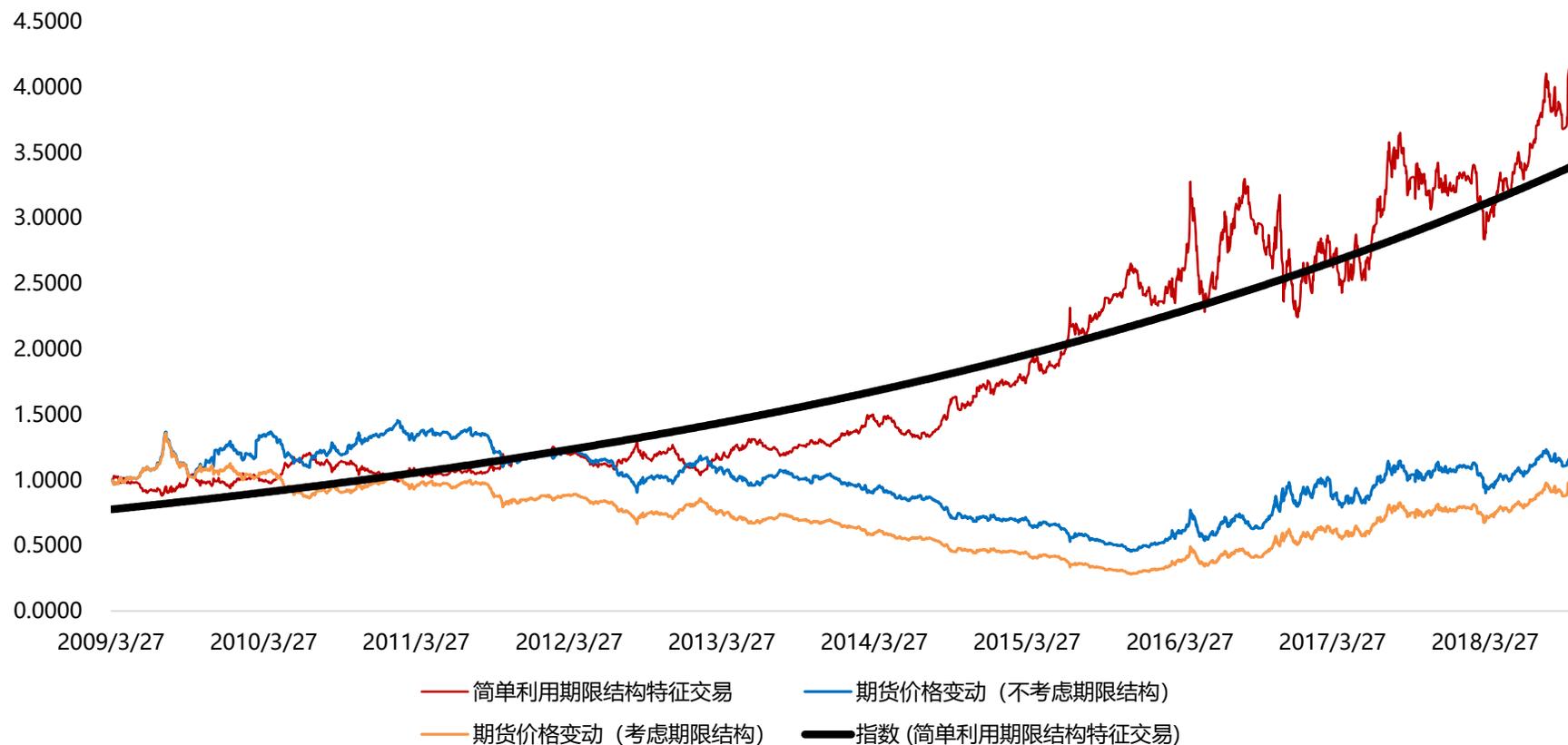
		金属产品							
数据区间：2006/6/30 - 2018/10/16		AU.SHF	AG.SHF	CU.SHF	AL.SHF	ZN.SHF	PB.SHF	NI.SHF	SN.SHF
样本跨越年数		10.91	6.53	12.46	12.46	11.72	7.66	3.61	3.61
年化回报（实际）	样本期内最长	0.54%	-11.48%	0.10%	-4.72%	-3.86%	1.05%	-2.30%	1.86%
	5年	-0.43%	-4.50%	1.65%	-1.14%	10.81%	9.15%	-2.30%	1.86%
	3年	1.67%	-4.48%	4.12%	2.81%	16.60%	20.53%	0.07%	4.58%
	1年	-4.09%	-14.32%	2.16%	-5.70%	7.91%	20.47%	22.15%	-5.03%
	6个月	-4.84%	-15.27%	-14.52%	-12.69%	-7.62%	15.67%	7.43%	-2.69%
	3个月	-2.51%	-9.47%	-0.77%	0.35%	-6.01%	29.28%	7.67%	-0.62%
	1个月	-3.01%	-14.55%	-4.25%	-12.24%	-0.33%	12.21%	-19.16%	-15.42%
年化回报（价格成分）	样本期内最长	1.94%	-8.01%	-1.67%	-2.64%	-2.30%	-0.13%	0.35%	6.10%
	5年	1.76%	-1.38%	0.53%	-0.06%	8.37%	5.66%	0.35%	6.10%
	3年	4.27%	0.70%	5.09%	3.40%	11.60%	12.02%	3.80%	9.28%
	1年	-0.79%	-9.43%	4.39%	1.41%	-1.33%	4.32%	24.40%	1.32%
	6个月	-1.26%	-10.51%	-12.70%	-7.26%	-16.66%	-3.25%	7.27%	2.91%
	3个月	2.84%	-2.01%	1.13%	5.66%	-18.89%	0.15%	6.65%	7.75%
	1个月	1.05%	-11.02%	-3.00%	-7.71%	-17.66%	-13.65%	-20.26%	-9.22%
年化回报（期限结构成分）	样本期内最长	-1.39%	-3.47%	1.77%	-2.09%	-1.56%	1.18%	-2.65%	-4.24%
	5年	-2.19%	-3.12%	1.12%	-1.08%	2.44%	3.49%	-2.65%	-4.24%
	3年	-2.60%	-5.18%	-0.97%	-0.59%	5.00%	8.52%	-3.72%	-4.71%
	1年	-3.29%	-4.89%	-2.23%	-7.11%	9.24%	16.15%	-2.25%	-6.35%
	6个月	-3.57%	-4.76%	-1.81%	-5.44%	9.03%	18.93%	0.16%	-5.59%
	3个月	-5.34%	-7.46%	-1.91%	-5.31%	12.89%	29.14%	1.02%	-8.37%
	1个月	-4.07%	-3.53%	-1.25%	-4.53%	17.33%	25.86%	1.10%	-6.20%

期货投资的长期收益来源 – 攫取收益元素



交易上的一个简单举例 (以螺纹钢期货为例) 利用期限结构特征

利用期限结构特征交易期货 (螺纹钢期货为例)
【2009.03.27-2018.10.16】



交易单个标的, 承担价格波动,
可以攫取的收益元素部分

- 做空成本成分
- 做多收益成分



放到投资组合里考量, 通过组合配置可以降低价格波动影响, 使得螺纹钢该标的的交易权益曲线尽可能靠近左图黑线 (理想状态)



如何在投资交易中应用期货对宏观经济及金融市场的暗示？

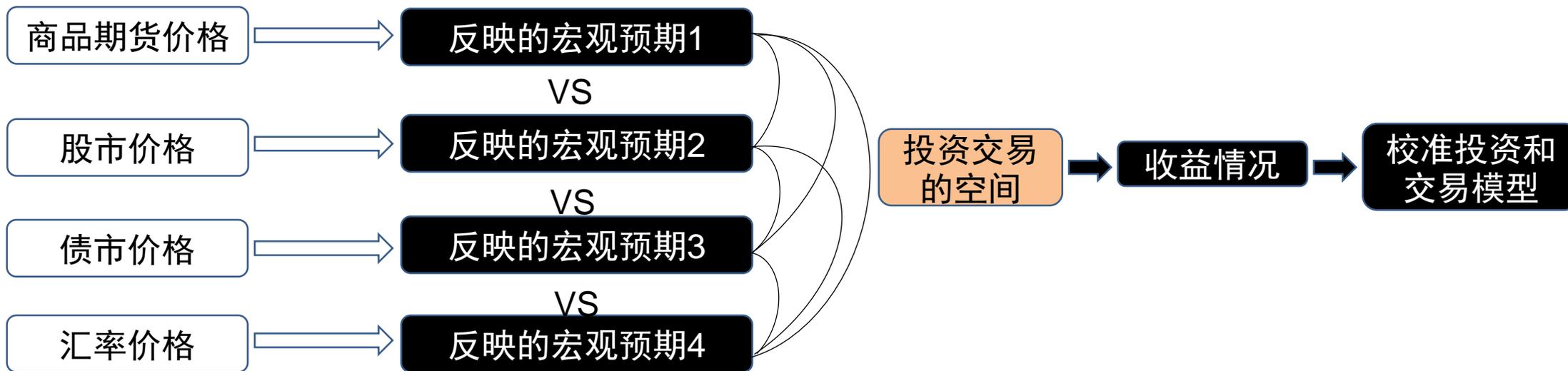
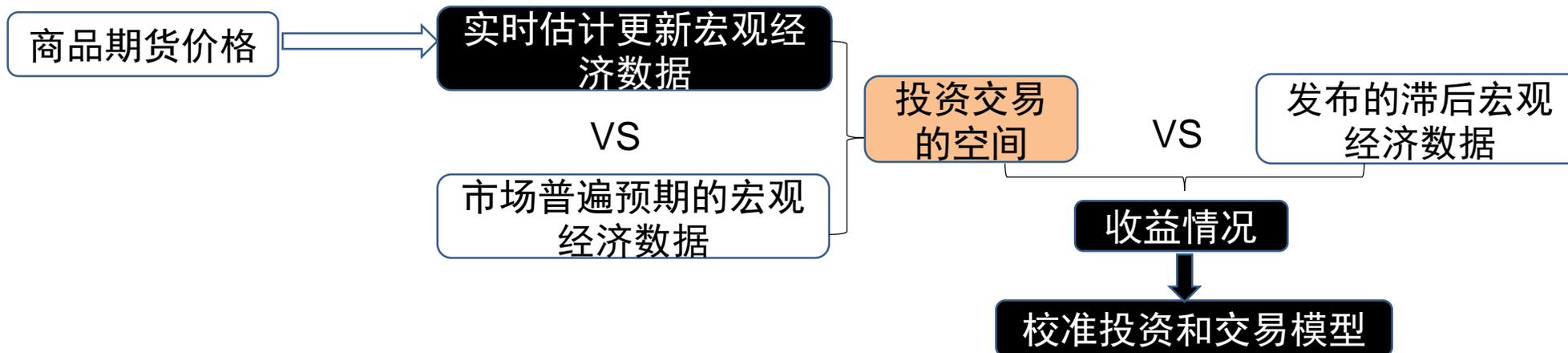
应用起点

- 期货价格是实时变动的高频率市场数据（以商品期货价格为例）
- 宏观经济数据：滞后发布的低频率统计数据
- 不同资产市场受统一宏观影响，应反映统一宏观预期和现实

应用注意点

- 宏观数据交叉互验、跨资产交叉互验、宏观数据和资产市场交叉互验
- 所有的数据指标都存在局限，“苹果VS苹果”才有意义（退而求其次也要“水果VS苹果”）
- 描述分析（观察、统计等）到应用分析（建模、选标的、交易管理等）虽然有本质区别，但没有描述分析很难形象化理解交易逻辑

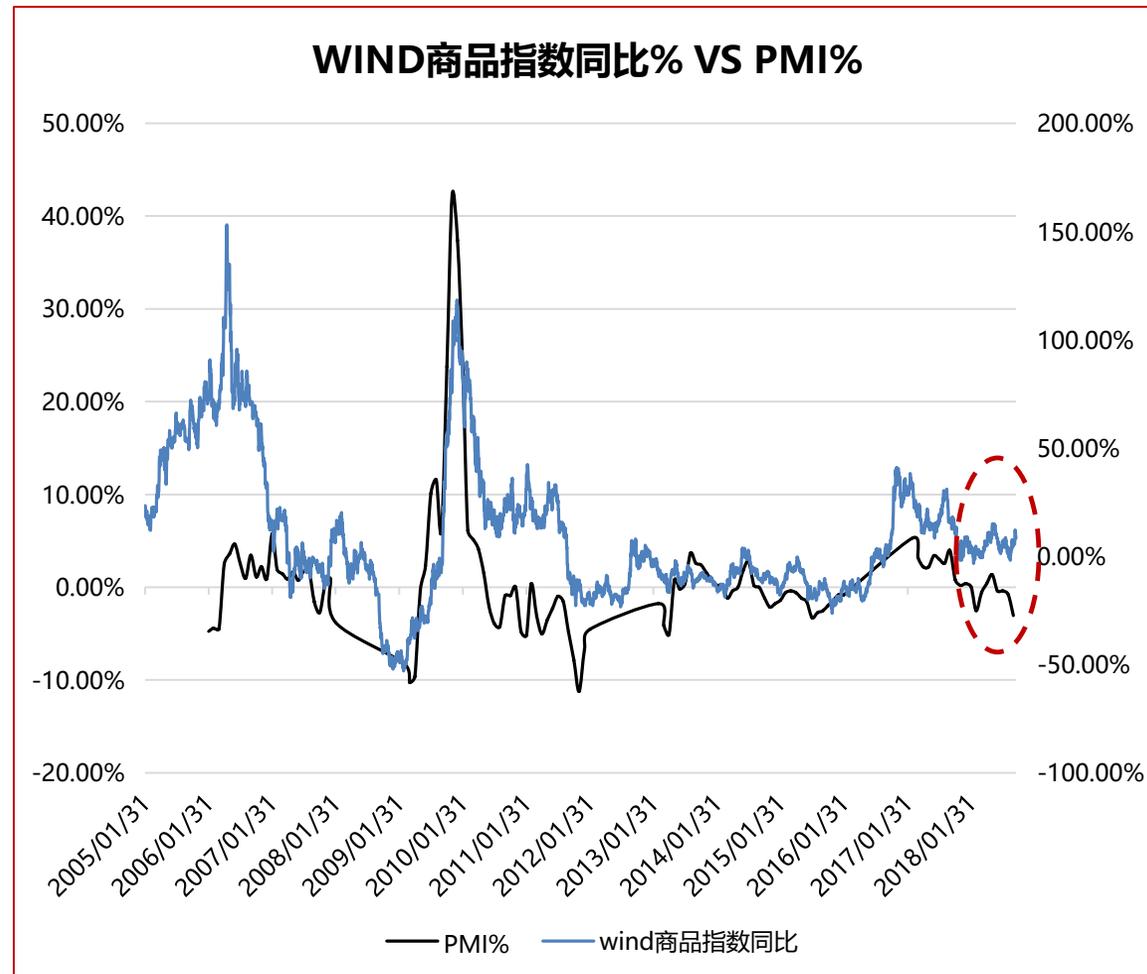
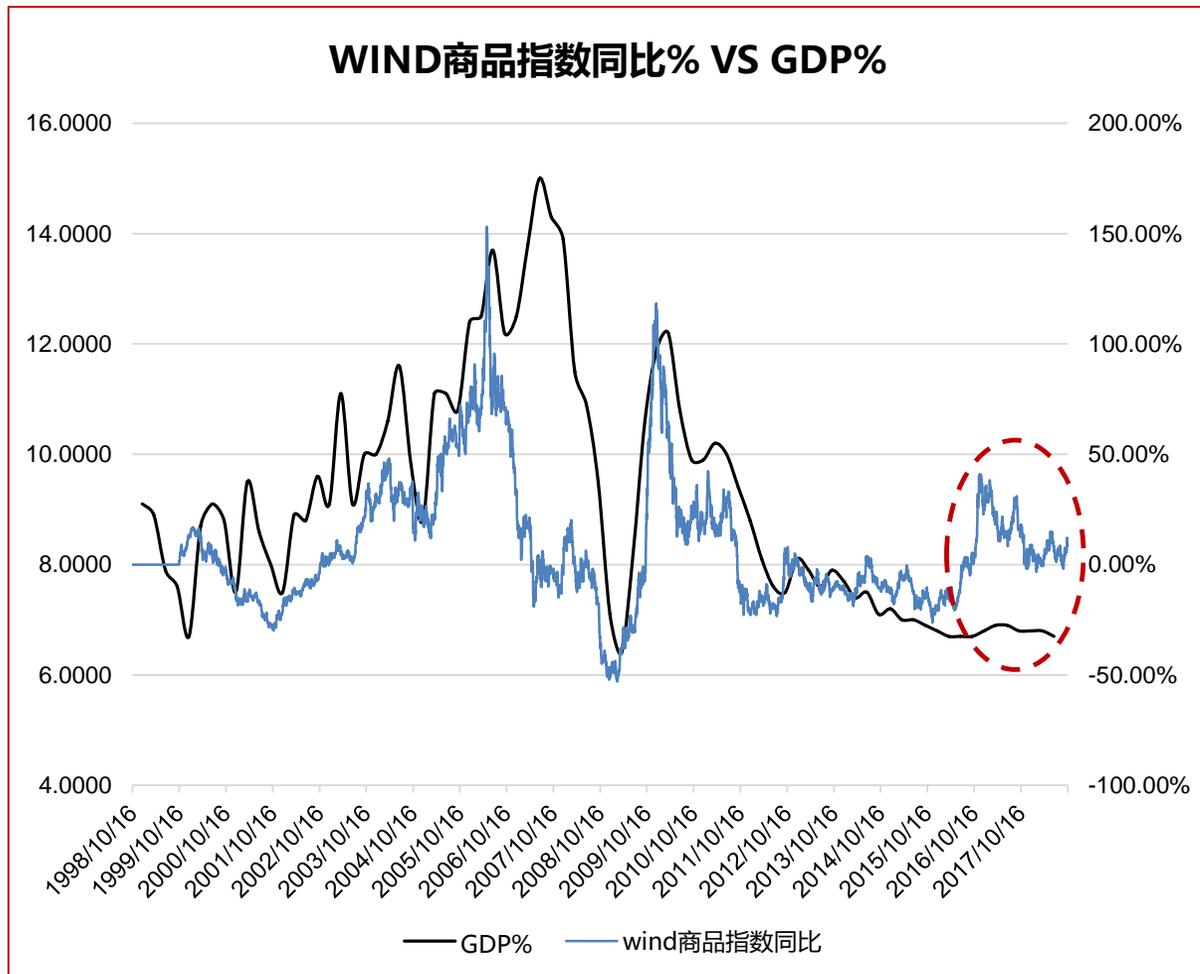
期货是重要的资产配置和风险管理工具 - 对宏观经济及金融市场的暗示



来源：【帕丁顿宏观交易】微信公众号



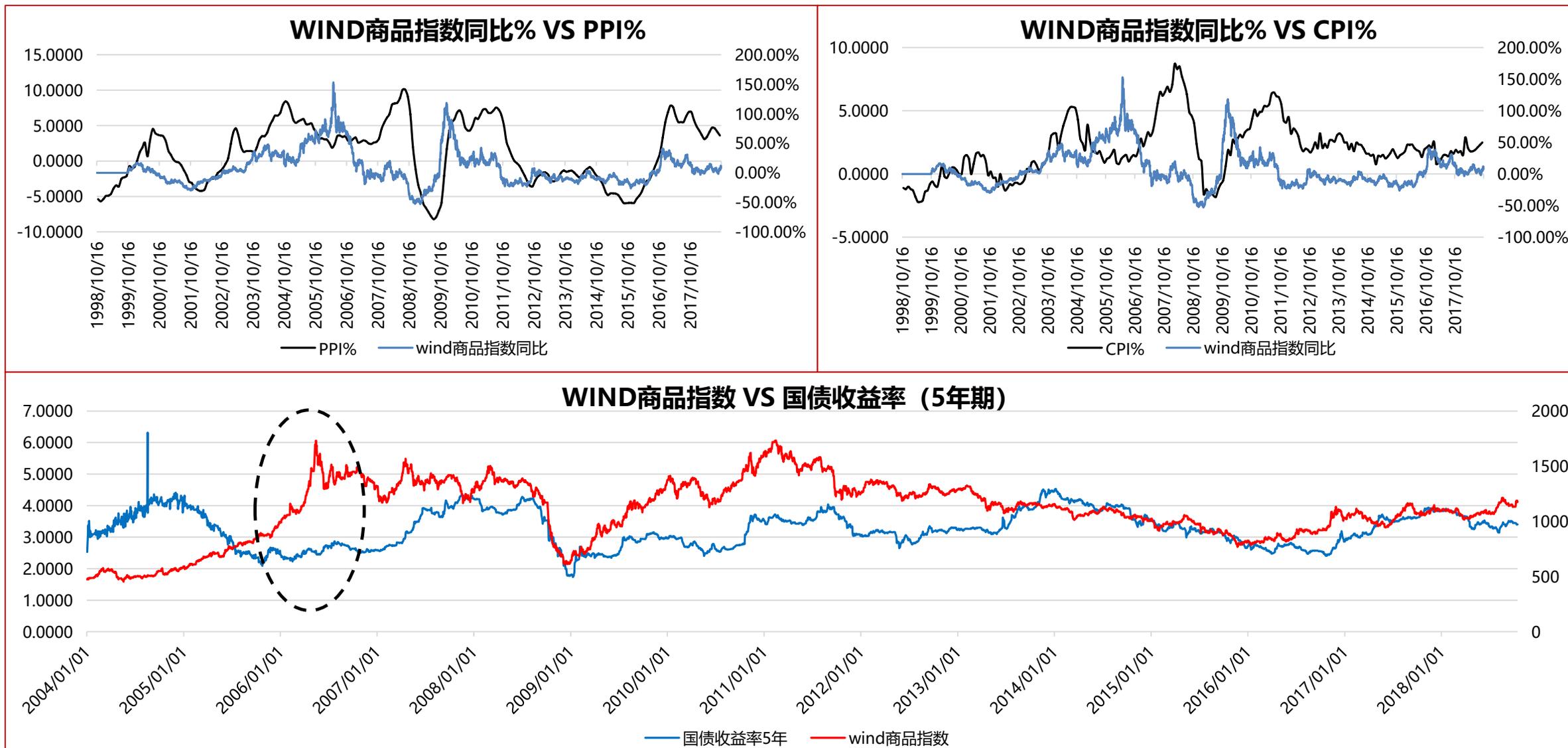
举例1 - 仅供参考



期货是重要的资产配置和风险管理工具 - 对宏观经济及金融市场的暗示

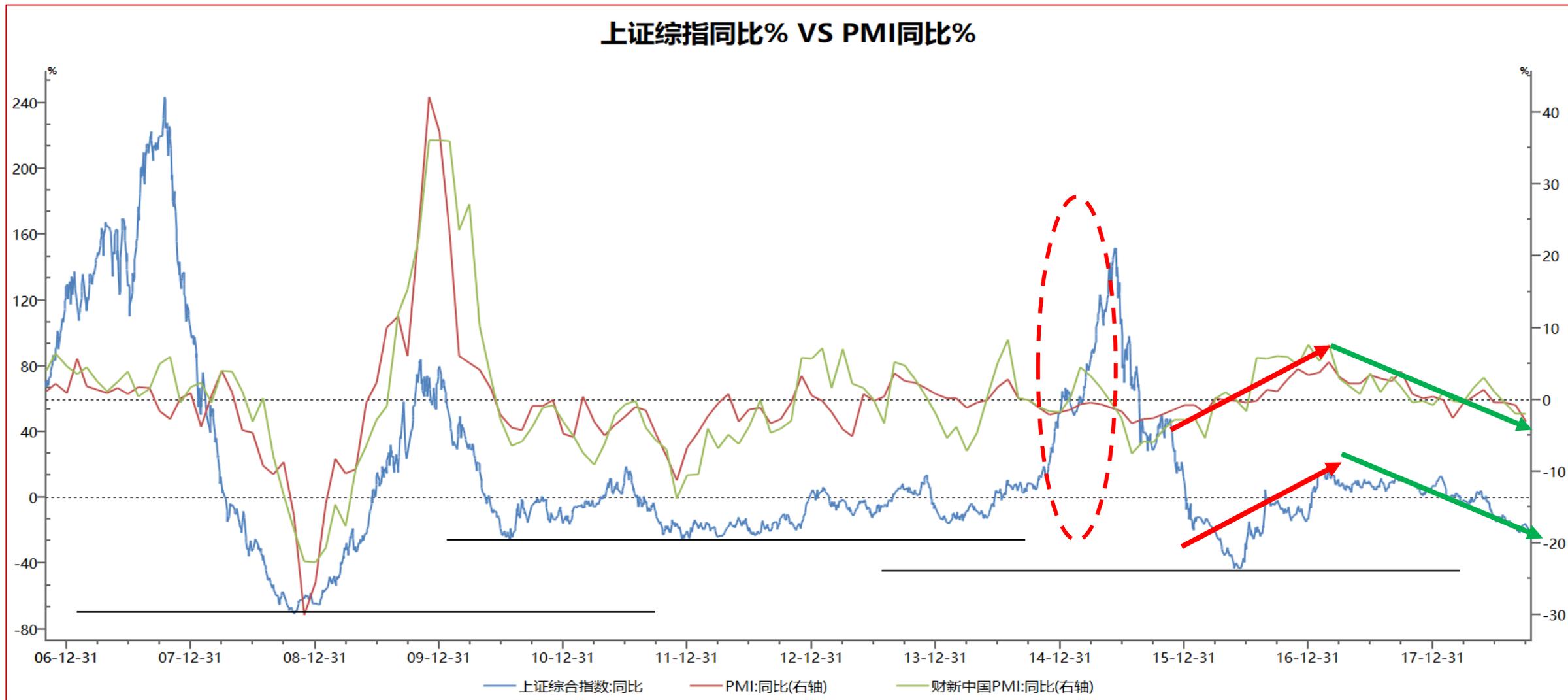


举例2 - 仅供参考





举例3 - 仅供参考



期货是重要的资产配置和风险管理工具 - 分散化角色的重要扮演者



股市、国债、商品（工业 - 黑色、化工）的相关性

3年相关性	IF.CFE	IH.CFE	IC.CFE	TF.CFE	T.CFE	I.DCE	RB.SHF	HC.SHF	J.DCE	JM.DCE	ZC.CZC	FG.CZC	L.DCE	PP.DCE	V.DCE	MA.CZC	TA.CZC	RU.SHF
IF.CFE	1.00	0.94	0.90	-0.04	-0.05	0.13	0.12	0.12	0.11	0.12	0.10	0.15	0.21	0.21	0.18	0.20	0.19	0.27
IH.CFE	0.94	1.00	0.76	-0.05	-0.05	0.14	0.13	0.13	0.11	0.12	0.12	0.14	0.22	0.21	0.18	0.20	0.20	0.27
IC.CFE	0.90	0.76	1.00	-0.04	-0.04	0.12	0.09	0.10	0.09	0.11	0.07	0.12	0.18	0.17	0.16	0.17	0.17	0.23
TF.CFE	-0.04	-0.05	-0.04	1.00	0.95	-0.06	-0.06	-0.06	-0.08	-0.10	-0.06	0.00	0.03	-0.01	0.00	-0.06	-0.08	-0.06
T.CFE	-0.05	-0.05	-0.04	0.95	1.00	-0.08	-0.07	-0.07	-0.09	-0.10	-0.06	-0.01	0.04	-0.01	0.00	-0.04	-0.08	-0.07
I.DCE	0.13	0.14	0.12	-0.06	-0.08	1.00	0.78	0.75	0.65	0.60	0.38	0.50	0.38	0.43	0.39	0.40	0.32	0.53
RB.SHF	0.12	0.13	0.09	-0.06	-0.07	0.78	1.00	0.93	0.68	0.60	0.43	0.51	0.35	0.41	0.37	0.41	0.34	0.48
HC.SHF	0.12	0.13	0.10	-0.06	-0.07	0.75	0.93	1.00	0.64	0.58	0.41	0.48	0.32	0.37	0.34	0.38	0.33	0.48
J.DCE	0.11	0.11	0.09	-0.08	-0.09	0.65	0.68	0.64	1.00	0.84	0.52	0.45	0.29	0.35	0.37	0.38	0.28	0.41
JM.DCE	0.12	0.12	0.11	-0.10	-0.10	0.60	0.60	0.58	0.84	1.00	0.57	0.45	0.32	0.35	0.39	0.40	0.27	0.42
ZC.CZC	0.10	0.12	0.07	-0.06	-0.06	0.38	0.43	0.41	0.52	0.57	1.00	0.33	0.23	0.26	0.30	0.31	0.24	0.27
FG.CZC	0.15	0.14	0.12	0.00	-0.01	0.50	0.51	0.48	0.45	0.45	0.33	1.00	0.32	0.35	0.31	0.41	0.31	0.40
SF.CZC	0.07	0.09	0.05	-0.02	-0.04	0.24	0.24	0.21	0.27	0.26	0.21	0.22	0.16	0.20	0.21	0.23	0.18	0.14
SM.CZC	0.02	0.02	0.01	-0.03	-0.01	0.38	0.39	0.37	0.42	0.38	0.30	0.30	0.24	0.29	0.29	0.28	0.17	0.20
L.DCE	0.21	0.22	0.18	0.03	0.04	0.38	0.35	0.32	0.29	0.32	0.23	0.32	1.00	0.83	0.58	0.58	0.44	0.44
PP.DCE	0.21	0.21	0.17	-0.01	-0.01	0.43	0.41	0.37	0.35	0.35	0.26	0.35	0.83	1.00	0.60	0.67	0.45	0.45
V.DCE	0.18	0.18	0.16	0.00	0.00	0.39	0.37	0.34	0.37	0.39	0.30	0.31	0.58	0.60	1.00	0.45	0.35	0.40
MA.CZC	0.20	0.20	0.17	-0.06	-0.04	0.40	0.41	0.38	0.38	0.40	0.31	0.41	0.58	0.67	0.45	1.00	0.50	0.47
TA.CZC	0.19	0.20	0.17	-0.08	-0.08	0.32	0.34	0.33	0.28	0.27	0.24	0.31	0.44	0.45	0.35	0.50	1.00	0.44
RU.SHF	0.27	0.27	0.23	-0.06	-0.07	0.53	0.48	0.48	0.41	0.42	0.27	0.40	0.44	0.45	0.40	0.47	0.44	1.00

- 商品（工业 - 黑色、化工）与股市相关性整体不高（低位正水平），是投资组合非常不错的配置“分散剂”
- 商品（工业 - 黑色、化工）与债市呈现微弱的负相关（宏观逻辑一致：商品价格高-利率上升压力-国债跌）



股市、国债、商品（农产品）的相关性

3年相关性	IF.CFE	IH.CFE	IC.CFE	TF.CFE	T.CFE	C.DCE	M.DCE	RM.CZC	A.DCE	Y.DCE	OI.CZC	P.DCE	SR.CZC	CF.CZC	JD.DCE
IF.CFE	1.00	0.94	0.90	-0.04	-0.05	0.09	-0.03	0.05	0.06	0.17	0.17	0.15	0.18	0.13	0.04
IH.CFE	0.94	1.00	0.76	-0.05	-0.05	0.08	-0.02	0.05	0.06	0.19	0.18	0.17	0.19	0.13	0.04
IC.CFE	0.90	0.76	1.00	-0.04	-0.04	0.07	-0.03	0.03	0.04	0.15	0.15	0.15	0.18	0.12	0.03
TF.CFE	-0.04	-0.05	-0.04	1.00	0.95	-0.06	-0.03	-0.07	-0.05	-0.10	-0.11	-0.11	-0.05	-0.06	0.00
T.CFE	-0.05	-0.05	-0.04	0.95	1.00	-0.06	-0.03	-0.07	-0.06	-0.09	-0.12	-0.09	-0.05	-0.04	0.01
C.DCE	0.09	0.08	0.07	-0.06	-0.06	1.00	0.23	0.33	0.38	0.24	0.25	0.24	0.20	0.30	0.20
CS.DCE	0.08	0.07	0.06	-0.02	-0.04	0.75	0.23	0.31	0.34	0.21	0.24	0.18	0.22	0.25	0.25
M.DCE	-0.03	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	0.23	1.00	0.87	0.49	0.39	0.30	0.22	0.20	0.18	0.42
RM.CZC	0.05	0.05	0.03	-0.07	-0.07	0.33	0.87	1.00	0.56	0.44	0.40	0.34	0.25	0.29	0.36
A.DCE	0.06	0.06	0.04	-0.05	-0.06	0.38	0.49	0.56	1.00	0.37	0.36	0.30	0.17	0.27	0.20
Y.DCE	0.17	0.19	0.15	-0.10	-0.09	0.24	0.39	0.44	0.37	1.00	0.89	0.85	0.31	0.29	0.25
OI.CZC	0.17	0.18	0.15	-0.11	-0.12	0.25	0.30	0.40	0.36	0.89	1.00	0.78	0.32	0.33	0.23
P.DCE	0.15	0.17	0.15	-0.11	-0.09	0.24	0.22	0.34	0.30	0.85	0.78	1.00	0.27	0.30	0.17
SR.CZC	0.18	0.19	0.18	-0.05	-0.05	0.20	0.20	0.25	0.17	0.31	0.32	0.27	1.00	0.28	0.17
CF.CZC	0.13	0.13	0.12	-0.06	-0.04	0.30	0.18	0.29	0.27	0.29	0.33	0.30	0.28	1.00	0.16
JD.DCE	0.04	0.04	0.03	0.00	0.01	0.20	0.42	0.36	0.20	0.25	0.23	0.17	0.17	0.16	1.00

- 商品（农产品）与股市相关性整体不高（0附近），是投资组合非常理想的配置“分散剂”
- 商品（农产品）与债市呈现微弱的负相关（宏观逻辑一致：商品价格高-利率上升压力-国债跌）



股市、国债、商品（金属产品）的相关性

3年相关性	IF.CFE	IH.CFE	IC.CFE	TF.CFE	T.CFE	AU.SHF	AG.SHF	CU.SHF	AL.SHF	ZN.SHF	PB.SHF	NI.SHF	SN.SHF
IF.CFE	1.00	0.94	0.90	-0.04	-0.05	-0.05	0.10	0.26	0.15	0.18	0.14	0.31	0.18
IH.CFE	0.94	1.00	0.76	-0.05	-0.05	-0.07	0.09	0.25	0.15	0.16	0.12	0.29	0.17
IC.CFE	0.90	0.76	1.00	-0.04	-0.04	-0.05	0.09	0.23	0.14	0.15	0.12	0.27	0.17
TF.CFE	-0.04	-0.05	-0.04	1.00	0.95	0.08	0.01	-0.04	-0.06	-0.05	-0.04	-0.09	-0.02
T.CFE	-0.05	-0.05	-0.04	0.95	1.00	0.09	0.02	-0.04	-0.06	-0.04	-0.03	-0.08	-0.01
AU.SHF	-0.05	-0.07	-0.05	0.08	0.09	1.00	0.75	0.11	0.02	0.07	0.04	0.13	0.17
AG.SHF	0.10	0.09	0.09	0.01	0.02	0.75	1.00	0.32	0.14	0.21	0.15	0.35	0.31
CU.SHF	0.26	0.25	0.23	-0.04	-0.04	0.11	0.32	1.00	0.45	0.64	0.52	0.66	0.49
AL.SHF	0.15	0.15	0.14	-0.06	-0.06	0.02	0.14	0.45	1.00	0.47	0.37	0.39	0.32
ZN.SHF	0.18	0.16	0.15	-0.05	-0.04	0.07	0.21	0.64	0.47	1.00	0.70	0.55	0.46
PB.SHF	0.14	0.12	0.12	-0.04	-0.03	0.04	0.15	0.52	0.37	0.70	1.00	0.44	0.40
NI.SHF	0.31	0.29	0.27	-0.09	-0.08	0.13	0.35	0.66	0.39	0.55	0.44	1.00	0.53
SN.SHF	0.18	0.17	0.17	-0.02	-0.01	0.17	0.31	0.49	0.32	0.46	0.40	0.53	1.00

- 商品（贵金属-黄金）与股市相关性略负（宏观逻辑一致：避险及经济活动乐观预期略负相关）
- 商品（工业金属）与股市微弱正相关，与债市微弱负相关
（宏观逻辑一致：与经济活动乐观预期略正相关、与债市的相关性逻辑类似黑色、化工）

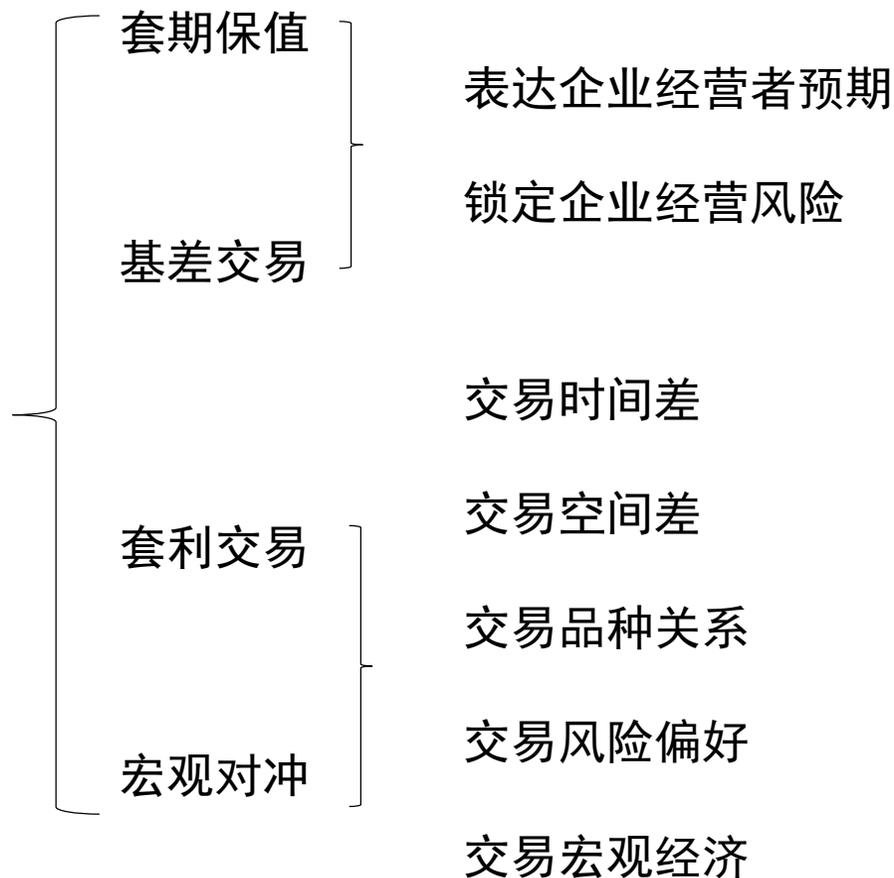
期货是重要的资产配置和风险管理工具 – 交易预期，锁定价格



资产配置
风险管理



交易预期
锁定价格



期货是重要的资产配置和风险管理工具 - 尾部风险对冲的绝佳工具



金融危机期间各类资产相关性倾向于骤升
(宏观逻辑：各类资产市场对增长和需求的预期都会转为悲观)



注：

1. 左图仅以指数为例进行阐述，实际用于尾部风险对冲管理时，需要精确标刻到具体品种和标的上，要精确到期限结构特征的应用上
2. 不是所有商品的空头头寸都适用于对冲股市多头头寸
3. 尽量保持空头对冲头寸本身的正收益特征（即，尽量做空期限结构中成本成分突出的期货标的）



投机价格变化

VS

投资期货定价的收益元素



有效管理杠杆率才能穿越波动 (XIV的陨落 – 做空VIX期货的收益型策略ETF基金 – 8年11倍爆仓)

VELOCITYSHARES INV VIX SH-TM

Fund Overview

VelocityShares Daily Inverse VIX Short-Term ETN is an exchange-traded note issued in the USA by Credit Suisse AG (Nassau Branch). The Note will provide investors with a cash payment at the scheduled maturity or early redemption based on the inverse performance of the underlying index, the S&P 500 VIX Short-Term Futures Index less the Investor Fee.

Contact Details		Fund Info	
Management Company	Janus Index & Calculation Services LLC	Last Close	\$ 6.04
Company Address	Credit Suisse AG, Paradeplatz 8, CH-8001 Zurich, Switzerland	Total Assets (mil)	\$ 89.87
Company Telephone	1-877-583-5624	Total Assets Date	02/15/2018
Web Site	http://www.velocitysharesetns.com	Inception Date	11/29/2010
Fund Manager	--	Primary Benchmark	S&P 500 VIX Sh ER MCAP
Mgr - Start Date	--	Curr	US Dollar
Transfer Agent	Credit Suisse Securities LLC	Min Investment	US Dollar 0.00
		Ticker	XIV US
		ISIN	US22542D7957

Fees And Expenses

Fees And Expenses		Bloomberg Classification	
Expense Ratio	1.35	Fund Type	ETN
Front Load	0.00	Fund Asset Class Focus	Specialty
Fund Mgr Stated Fee	1.35	Domicile	United States
Mgr Stated Perf. Fee	--	Fund Objective	Specialty
High-Water Mark	--	Fund Style	--
Hurdle Rate	--	Fund Market Cap Focus	--
Back Load	0.00	Fund Geographical Focus	United States
Early Withdraw Fee	0.00	Fund Currency Focus	--

Total Return Chart





有效管理杠杆率才能穿越波动 (期货市场太多人干着满仓的事情啦.....)





本材料任何形式的内容仅供参考，不构成投资邀约。本材料仅供指定个人或机构使用，其所载内容可能因含有保密信息或其它原因而不得披露。未经许可，除发件人及指定收件人，任何人不得传播、分发、复制、印刷或使用本文件之任何部分或其所载之任何内容。若此材料的分发、公布、取得或使用违背某区域任何法律法规，或可能导致本材料面临此区域的注册或许可责任，则此文件不适用于上述区域的任何居民或公民。材料已尽其所能保证信息来源的可靠性，但对任何假定的潜在信息或基于此潜在信息的数据，材料不对其及时性、准确性和完整性承担责任。材料虽尽力避免相关数据偏差，但不担保此信息和数据的准确性、有效性、及时性、完整性或适用性。金融市场投资存在重大风险。材料不承诺达成此文件述及的全部投资目标，不排除亏损甚至损失全部资金的可能性。材料不接受对于其投资策略“保守”，“安全”，“无风险”或“风险规避”的假定。



介绍完毕，谢谢！

