



八年套利实践 独立思考之作

套利的常识

The Common Sense of Arbitrage

章文◎著



交易的智慧 · 套利的常识
wisdom of securities transactions



上海社会科学院出版社
Shanghai Academy of Social Sciences Press



套利的常识

The Common Sense of Arbitrage

交易的智慧 · 套利的常识
wisdom of securities transactions

章文◎著



上海社会科学院出版社
Shanghai Academy of Social Sciences Press

图书在版编目(CIP)数据

套利的常识/章文著. —上海: 上海社会科学院出版社, 2014

ISBN 978 - 7 - 5520 - 0596 - 7

I. ①套… II. ①章… III. ①金融交易—基本知识
IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 094665 号

套利的常识

著 者: 章 文

责任编辑: 张广勇

封面设计: 闵 敏

出版发行: 上海社会科学院出版社

上海淮海中路 622 弄 7 号 电话 63875741 邮编 200020

<http://www.sassp.org.cn> E-mail: sassp@sass.org.cn

经 销: 新华书店

排 版: 南京展望文化发展有限公司

印 刷: 上海中华印刷有限公司

开 本: 787 × 1 092 毫米 1/16 开

印 张: 18.5

插 页: 2

字 数: 280 千字

版 次: 2014 年 6 月第 1 版 2014 年 9 月第 2 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5520 - 0596 - 7/F · 236

定价: 55.00 元

版权所有 翻印必究

|不用之用 无我而我|

(代序)

2009年的最后一个月，我和太太搬到上海郊区，离开了繁华的城市中心，开始了属于我们俩的婚后生活。兴盛是术，寂寞是道。城市是否真的能让生活更美好，要看你如何定义美好。与喧闹、时尚、浮躁、急促的街市生态相比，我更喜欢城市外的这一处乡村，乡村间的这一块田野，田野边的这一栋小屋，小屋内的这一份宁静。

在安宁、清淡、寂寞之中，想人生大事不觉其重，做生活琐碎不觉其轻。当语言沉睡之时，灵魂就会起来工作，才好读书，才好反省。读书——以求认识世界的本质；反省——为了了解生命的意义。2012年的春节，我在日记中记下了3年宁静生活带来的一点感悟，如同我们的生活一样简简单单的几个字：

不用之用；无我而我。

先说说“不用之用”。

生活的节奏越来越急促；环境的变化越来越快速。实用与效率成为主流社会的生存坐标，现代人的知识结构基本上也沿循功用和近利的原则。孩子的意识在这种环境中成熟：读书为了什么？为了文凭？有了文凭为了什么？为了找工作。如果少读点书甚至不用读书也可以得到文凭，也可以找工作，那么还要读书做什么？真正意义的学习就被这样的因果关系抽象掉了。成人的意识在这种环境下便十分顽固：干 IT 的不一定学习历史；做广告的讨厌数字；假如一位物理学家对微生物产生兴趣，八成他的研究工作用不着那里面的什么东西。专业框架同时成了知识的樊篱。从市井间的惯性目光来看，最不着调的要数那些炒股票的、买期货的，真不知道学点什么知识会有助于预言明天市场的涨落。人们再没有工夫读希罗多德的《历史》，因为不理解读它有什么用，花那个时间为什么；却喜欢从四面八方涌来执著地找寻东方不败的《葵花宝典》，因为它才是成功的捷径。

过度近利的社会风气会吹进生活中的每一个角落（并且这是建立在对功利的误解之上，功利主义的目标是社会整体的利益，而非彻头彻尾的私利）。当这种近利与教育相遇，教育将遭受双重的失败。教育体的异化和受教育者自我教育能力的丧失。

教育越来越趋同于饲养，数量重于质量，实用先于审美。抽象后的知识经过二次加工，被浓缩成信息药丸，让学生在若干年中每天定时服用，很快一个毕业生就生产成功。在这样的教育状态下，除了比较单纯的信息积累，那发展思维智慧、锤炼优异人格的学习便不会发生。行为培养习惯，习惯养成性格，性格决定命运，这是对个人而言。当个人性格汇聚成为集体人格时，它们将决定整体的社会价值走向。教育正在悄然异化，朝着其目的的相反方向走去。

更令人担心的是，教育改变了自己的目的。

如果把受教育者比作一个胎儿，教育体就是这个社会的子宫，承担着向胎儿输送养分、孕育其成长的责任，衡量子宫的标准是胎儿的健康。然而在短视性功利的驱使下，标准就会改变：从胎儿的健康转变成子宫自身营养成分的获得。随之，它进化出一套独立的消化系统，消化对象正是其腹中的胎儿。哺育者同时也是吞噬者，最终胎儿会变成什么样子就不难想象了。到了这个时候，

教育体将被彻底异化。并且，由于获得社会整体价值观念的支持，大多数经由这样的子宫分娩出来的受教育者却对此浑然不觉，认为这是理所当然。

年纪轻轻的受教育者很容易迷失在这样的社会风气之中，产生同一性混乱，即认识不清自己的现在与未来在社会生活中的关系。学问在未来生活中的作用日渐模糊，起作用的仅仅是证明受过教育的文件。于是，真正意义的学习被省略，加速印制的不是书本而是文凭。各类高校毕业生一批又一批地挤进社会寻找自己的机会，用人单位却摇摇头，感叹人才难觅。值得思考的是：是否正是部分由于这些用人单位长期的、习惯性的、标签化的、偷懒的人才取舍标准强化了这样的结果。遭遇挫折是不愉快的，再加上早已丧失了建立在知识文化基础上的自我反省和修复能力，同一性的混乱进一步加剧。继之而来的是怀疑、抱怨、愤怒。

幼稚者拒绝学习，而有些成熟者则满足于现有的知识结构，局限在狭窄的工作范畴，不愿意开阔文化视野，不习惯跨越现成的思考框架，想当然地认为不同学问各有其用途，各有其逻辑。他们的解释似乎很有力：不同学问的研究对象、思维方式、现实用途各不相同，不该混淆，另外也是社会分工的必然结果。隐隐的，其思想的根源仍然存在这样的成分：难度过高、风险太大，而且看不清自我跨越后的利益所在，算下账来认为不太划算。

不同学问的研究对象、思维方式、现实用途各不相同，不该混淆。这种说法是否成立，是可以探讨的。这里我们可以借鉴约翰·杜威教授在70年前分析“人文”与“物质”是否对立时阐述的哲学思想。简单地说，一种思想态度转变成科学态度时它自然形成一个判断。这个判断需要经过多方面的验证，其中的一个验证方法是：“首先要看作出与这一判断势必联系的其他更多判断的可能性，从而检查和测验这一判断的有效性。”假定一个判断认为，人文科学方法不同于自然科学方法，对解释自然有效的科学方法不能也不适合解释人生事物。这就意味着：人文对立于物质，人类不属于自然，而是在自然之外或是在自然之上的。现在，我们当然不赞同这样的判断，问题是：在行为中我们是否检查和测验过曾经认为是理所当然的判断。

相比之下古人的态度不太实用，他们习惯博涉兼习，中外皆然。文艺复兴

时期的达·芬奇就是个典型的人物，作为一个画家，也精通生物学和机械工程，甚至还研究过飞行器。这样的例子在当时并不孤立。中国古代，士大夫文人兼通各种知识和技艺亦为常例。先秦孔子有“六艺”之说，以礼、乐、射、御、书、数为基本教育内容，强调学习不可专执一端。随着时世变迁，其中的很大部分内容失去了实用价值，从用世之学演变成自我修养。

在许多人看来，没有目的的思维活动、没有目的的读书学习是不务正业，是精力上的浪费，充其量也仅仅是自娱自乐。评价这类观点是否正确，要看你如何确定目标，如何定义学习。如果我们这么定义学习：学习是为了达到你的目标或实现你的理想而进行的一系列自我改造过程，那么就很容易发现原先对眼前利益似乎没有帮助的知识，对自我改造并不会失去价值。知识无疑是有用之学，其所用者可以是一种“不用之用”。这种知识价值观也许不符合功用与效率的原则，然而却符合人性和自然之道。

挑战是会永远存在的。知识的内容与日俱增，眼前的问题也越来越复杂，拥有多少知识才能够独立面对生活，这个度量标准似乎也在不断地提高。60年前，认识500个汉字、会写自己的名字是脱盲的标准，而今天，一个没有完善的综合教育的人，在复杂多变的现实世界面前仍然是个文盲。这就是为什么以往的高等教育在今天看来已经降级成了基础教育。数量越来越多、时间越来越长已成为必要教育的趋势。这还没有结束，学习不是生活的阶段，而是生活的常态，为了生存我们首先是不能被淘汰。太累了，谁又不想简单一些、轻松一点、休息一下，享受一下生活，何必去做徒劳无功的事呢？还是要去做一做的，这个“无功”与“不用”一样，只是一种未知、一种对于短期回报的考量结果，并非真正的“无功”，并非真正的“不用”。这样，关于时间和精力上的挑战就更容易受到欢迎，因为仔细审视挑战的结果，它给我们带来更多的不是挫折而是动力。

当我们鸟瞰世界时，目标将更加悠远，道路也将更为清晰。

面前道路呈扇形展开，不同道路的不同之处在于物料差异，而不是思维本质。世界上有不同的知识学科，却没有不同的思维逻辑。每一类知识仅仅是观察自然的一个角度，个别仅仅是整体的侧面，通晓局部便以为可以掌控全局，

无异于瞎子摸象。更深层次的认知就是在复杂多样中感受整体。

如果没有尽可能多样、丰富的知识积累，我们就不具备感受整体的基础；如果没有尽可能开放、活跃的思维锻炼，我们就缺乏理解整体的能力。

“不用之用”的精神本质是一种视角，更是一种态度：什么是我们决定的人生依赖？是宏阔深邃的哲学思维格局，或是习惯和偏见，还是强弱悬殊的社会利益分配。莱布尼茨说过：“今天，包含了过去，充满了未来。”今天的生活是我们昨天的选择，为了我们明天的生活，我们今天又该如何选择呢？

再来聊聊“无我而我”。

其中，前一个“我”是自我意识的“我”；后一个“我”是自我实现的“我”。

自我意识乃是对自己存在的觉察，认识自己的生理状况、心理特征以及自己与他人的关系。由于个体能洞悉自己，每个人对自己的行为能加以控制和调节，而且形成对自己固有的态度，如自爱、自怜、自尊、自负、自卑。

每个人都在成长过程中培养和强化自我意识。我们对世界的认知贯穿于这个自我认识的全过程，即个体感受周围的一切，发现其中的意义和价值，并在环境与自己的相互关系中确定自我。自我的意识依赖于个体认知的高度。

我们日常认知又是围绕我们的需求进行的。我们都需要食物、安全感、爱和被尊重，没有这些我们就会感到焦虑、不安甚至于自我否定。这种被心理学家称为人类匮乏性需求的东西是我们与生俱来的本能。从这个意义上讲，自我意识是对自我需要的认识，是欲望的表达。

因此，在个体认知事物的过程中，就会有一种独特的表现，即把事物按照是否能够满足需要而分类，并确定其意义。

在普通的知觉中，通常最初的知觉只是分类为有用的和无用的、危险的和没有危险的，重复地观察会使它变得越来越空虚。基于焦虑或由匮乏性动机决定的普通知觉任务，通常在第一次查看时就完成了，此后，已经分成类别的人和物，简直就不再被觉察了。在重复体验时，匮乏就显露出来。这样一来，匮乏也就越来越突出，越来越多。此外，重复地观察不仅会造成这种知觉的匮乏，

而且会造成持有这种知觉者的匮乏。

我们日常认知是在手段价值的支持下进行的，对于我们的目的是否有益、是否合乎需要以及好坏的考虑进行评价、控制、判断、谴责或是赞许。例如，我们是为什么而笑，或是跟着一起笑。我们从个人角度和经验作出判断，我们是在与我们的自我和我们的目的的关联中来察觉世界万物，因此，我们仅仅把世界万物作为达到目的的手段来看待。

这就意味着我们并没有真实地观察世界，而只是在观察世界中的我们自己或是我们自己中的世界。这时，我们是以匮乏性动机的方式感知的，因此我们能察觉的只是世界万物满足匮乏的价值。仅此而已。

也许我们唯一匮乏的就是匮乏本身。

当然，也有另一种体验世界的方式，这是一种“没有欲求的觉知”。如同道教“听其自然”的概念，即觉知可能是无所求的，而不是有所求的；是沉思的，而不是强求的。它在体验面前可能是恭顺的、不干预的、接受的，而不是强取的，它能让觉知成为其自身。

这时，会有一种非常独特的在时间和空间上定向能力的丧失。确切地说，在这个时候，这个人在主观上是在时间和空间之外的。这时，认知更有可能是与自我毫无关联的，所以，它能使我们更真实地去查看事物本身的性质。

这是一种人类所能拥有的高峰体验，与目的和手段导向的匮乏性体验截然不同。在高峰体验中，我们作为世界万物的代理人，察觉整个世界及其遗产。只有那时，我们才能察觉世界万物的价值，而不仅仅是我们自己的价值。在这种认知体验中，你将成为你自己，而不仅仅是你欲望的影子。你将获得越出局部而感知整体的能力。

成为你自己——才是真正意义上的自我实现。

这意味着充分地、活跃地、无我地体验生活，全身心投入某一件事而忘怀一切；意味着较少的自我意识而进入完完全全成为一个人的境界；意味着个体专注于某项使命，彻底忘掉自己的伪装、拘谨和畏缩；意味着命运安排他们去

做某件事情，他们做这件事情也喜爱这件事情，工作与快乐的分歧在他们身上已经消失；意味着他们将经历生命的高峰体验，在这种体验中他们视野无垠、精力无限，具有在巨大的喜悦、惊奇、敬畏中失去时空的感觉；意味着此时此刻某些对人来说极为重要又极有价值的事情发生了。

不要让欲望充斥我们的世界，而是充分地、活跃地、忘我地体验生活，全神贯注、宠辱皆忘。不再带有青春期的自我意识，让占有变为感激，让不安成为享受，个人完完全全地成为一个人。

这也要求我们学会倾听内心的呼唤，选择成长而不是畏惧、听凭于冲动而不加抑制，成为诚实和勇于承担责任的人。这样，我们将开始懂得我们的命运是什么，人生的使命是什么。除非一个人敢于倾听自身的自我，而且时刻都是如此，并镇定自若地说“不，我不喜欢如此这般”，否则他就不能为自己的一生作出聪明的选择。

这就是“无我而我”表达的意思。

安静方便读书，寂寞利于思考。“不用之用”是读书的心得，“无我而我”是反思的结果。

“不用之用”是思维态度，“无我而我”是精神准备。具备了这两点我们就能够挺直腰板乐呵呵地面对市场的起起落落，生命的沉沉浮浮。因为在这个时候，我们被许可探知并征服一个客观世界，学会与这个客观世界打交道，不再依赖那原本含混模糊、波动不定的知觉以及朦胧的情绪，开始采取一种新的姿态，从一个较为主观的状态走向一个客观的状态，从单纯的自我情感态度走向自我实现的态度。

| 目 录 |

不用之用 无我而我（代序）// I

第一章 什么是套利 // 1

如何获得无风险收益 // 2

用模型帮助你获利 // 7

一价定律 // 17

一价定律与金融资产价格 // 22

等同却不相同 // 28

套利真的无风险吗 // 33

风险在哪里 // 40

期货市场中的套利 // 47

第二章 价值与价格 // 55

看不见的手 // 56

价值理解 // 64

未来是否能够根据过去的价格预测 // 73

- 股票价值该如何估量 // 78
- 商品价值又如何估量 // 84
- 达到均衡的价格 // 91
- 商品套利实践（一）：可替代的商品 // 97
- 商品套利实践（二）：稀缺资源的配置 // 105
- 商品套利实践（三）：改变你的视角 // 119

第三章 **行为与大脑** // 127

- 并非悖论的悖论 // 128
- 可以被预测的不理性行为 // 134
- 前景理论 // 143
- 大脑与不确定性（一）：历史上的探索 // 150
- 大脑与不确定性（二）：神经经济学 // 166
- 智慧源于我们对自身无知的觉悟 // 184

第四章 **机会与风险** // 188

- 从大数定律到正态分布 // 189
- 正态分布与商品套利 // 196
- 价值回归 // 204
- 谨慎与耐心 // 212
- 用概率计量风险 // 218
- 通过资产组合降低风险 // 225
- 无处不在的风险管理 // 230

第五章 **投资者应该知道的** // 240

- 金融让生活更美好 // 241
- 为每一个人服务 // 245

何为专家 // 251

刺猬与狐狸 // 254

道德因素 // 258

结语 // 262

附录一 **套利实践者一：提供稳定持续盈利空间——庆余投资的套利故事** // 264

附录二 **套利实践者二：《BOSS》杂志对作者章文先生的专访（2012年） 揭秘套利私募——访创意基金管理人章文** // 271

参考文献 // 277

致谢 // 281

第一章

什么是套利

给某人一条鱼，他只能吃一天；教他去套利，则可享受终生。

——沃伦·巴菲特

■ 如何获得无风险收益

什么是套利？是什么创造了套利的机会？交易市场中的商品价格是如何被“制定”出来的？现货价格与期货价格为什么会不同？它们之间有什么样的关系？期货价格真的是人们对远期商品价格的预期吗？从同一个时间点来看，为什么黄金的远期期货价格总是比近期期货价格要更高，无论是牛市还是熊市？其他商品为什么不是这样？市场价格会不会“出错”……

求知的道路是从提问开始的。因为人类有一种天生的倾向：希望了解我们周围的环境，掌握它，并进一步善加利用它。我们不喜欢陌生的事物，或是回避，或是积极地去学习，学习比回避更有益于我们自身，所以我们探索未知的领域。提问是探索的第一步，很多时候它是关键性的一步，因为我们知道，只要我们问对问题，就会有重大的发现。

我们先从一个游戏性的问题开始。

假如给定这样3个已知条件：

1. 今天，黄金的现货价格是1 000 美元/盎司。
2. 今天，6 个月后交割的黄金期货合约价格是1 040 美元/盎司。
3. 资金成本是年利率6%。

为了游戏的方便，我们忽略和简化一些内容：假设期货交易的交易成本少得可以忽略不计（金融学家称之为无摩擦环境）；假设借贷的资金成本完全一样，都是年利率6%，并且可以随时借贷；假设黄金的储存成本同样少得可以忽略不计。

假定你是一个一无所有（既没有资金，也没有黄金现货）的市场参与者。

问题是：根据以上给定的条件，你是否发现了一个没有任何风险，无需任何

成本的获利机会？

如果我们换一些条件和假设：

假如给定另 3 个已知条件：

4. 今天，黄金的现货价格是 1 000 美元/盎司。
5. 今天，6 个月后交割的黄金期货合约价格是 1 020 美元/盎司。
6. 资金成本是年利率 6%。

为了游戏的方便，我们忽略和简化一些内容：假设期货交易的交易成本少得可以忽略不计；假设借贷的资金成本完全一样，都是年利率 6%，并且可以随时借贷；假设黄金的储存成本同样少得可以忽略不计。

这一回，你是一个珠宝商人，手头上正好有 1 盎司的黄金。

问题是：根据以上给定的条件，你是否又发现了一个没有任何风险，无需任何成本的获利机会？并且，由于你的生意的需要，在 6 个月后你的手上仍然拥有 1 盎司的黄金。也就是在不改变状况的前提下获得利润。

这两个问题的回答都是肯定的。现在来看看我们如何获利。

在第一种情况下，我们只要同时做三件事情就可以获得确定的无风险利润：

第一，先借来一笔资金，为了便于计算，假定这笔资金是 1 000 美元，刚好够我们购买 1 盎司黄金，这笔借款的利率为 6%，为期 6 个月。

第二，拿这笔钱从现货市场购买 1 盎司黄金，成交价格是 1 000 美元/盎司。

第三，在期货市场卖出一手（假定一手黄金合约就是 1 盎司）6 个月后交割的黄金期货合约，成交价格是 1 040 美元/盎司。

接下去的工作是等待，等待 6 个月。当期货合约到期交割时，我们履行合约，拿出手头的 1 盎司黄金，并收入 1 040 美元。同时偿还借款 1 000 美元，外加 1 000 美元 6 个月的利息（ $1\,000 \times 6\% \times 0.5$ ）30 美元，共 1 030 美元。一进一出，获利 10 美元。

在第二种情况下，我们也只要同时做三件事情就可以获得确定的无风险利润：

第一，先把手头的黄金兑现，获得 1 000 美元。

第二，购买一张 1 000 美元，为期 6 个月，年利率为 6% 的存单。

第三，在期货市场买入一手（假定一手黄金合约就是1盎司）6个月后交割的黄金期货合约，成交价格是1020美元/盎司。

接下去仍是等待，等待6个月。当存单到期，我们连本带利取出1030美元。同时履行期货合约，支付1020美元，得到1盎司黄金。一进一出，我们手头仍有同样数量的黄金，并获利10美元。

在以上两个例子中，我们没有改变初始条件（一无所有的仍一无所有，拥有黄金的仍拥有这么多黄金），没有风险，没有初始投资，有确定的收益。

对，这就是套利。

在金融学中套利被描述为：获得没有初始投资的无风险利润的行为。

换一个外汇交易的例子来看一下。

假如2002年的某一天，我们得知纽约的外汇交易商A和伦敦的交易商B利用如下汇率交易欧元、英镑和美元（见表1-1）。

表 1-1 欧元、英镑和美元交易

交易商 A	买 入	卖 出
1.000 0 欧元	1.020 2 美元	1.028 4 美元
1.000 0 英镑	1.571 8 美元	1.584 4 美元

交易商 B	买 入	卖 出
1.000 0 欧元	0.632 4 英镑	0.640 1 英镑
1.000 0 美元	0.629 9 英镑	0.637 5 英镑

我们手头正好有1万美元，我们有没有获得无风险利润的机会呢？

答案是肯定的。我们可以这么操作：

首先，通过交易商A将1万美元兑换成（ $10\,000/1.584\,4$ ）约6312英镑。

其次，通过交易商B将6312英镑兑换成（ $6\,312/0.640\,1$ ）约9861欧元。

最后，通过交易商A将9861欧元兑换成（ $9\,861/1.020\,2$ ）约10060美元。

我们原有1万美元，现在手头有了10060美元，获得了60美元的套利收益。