



常
清

陈
剑
夫

胡
俞
越

联袂推荐

通向财富之路

对冲套利

THE ROAD TO WEALTH
Hedge Arbitrage

刘文永 编著

国内期市高频交易/套利交易领跑者
追求资产绝对收益 实现财富复利增长

20余年沙场心悟



机械工业出版社
China Machine Press

通向财富之路

对冲套利



THE ROAD TO WEALTH
Hedge Arbitrage

刘文永 编著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

通向财富之路: 对冲套利 / 刘文永编著. —北京: 机械工业出版社, 2014.1

ISBN 978-7-111-45155-6

I. 通… II. 刘… III. 对冲基金—投资—研究—中国 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 302044 号

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书主要介绍了对冲套利交易的理念以及具体的分析、操作方法,并结合国内外宏观形势介绍了对冲套利交易的分析思路。在价值投资的基础上,发展了相对价值投资,也就是对冲套利交易,它是价值投资的延伸。对冲套利交易将成为未来投资界最为成功的交易理念和模式,将为国内外的投资市场、资产管理市场带来新变化、新气象,成为最为有效的、稳健的投资模式。

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑:施琳琳 版式设计:刘永青

中国电影出版社印刷厂印刷

2014 年 2 月第 1 版第 1 次印刷

170mm × 242mm · 18.5 印张

标准书号: ISBN 978-7-111-45155-6

定 价: 59.00 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

客服热线:(010) 68995261 88361066

投稿热线:(010) 88379007

购书热线:(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱:hzjg@hzbook.com



推荐序一

一个成功实践者的理论思考

认识刘文永先生八年了。八年来，我经常就宏观、微观，国际、国内的经济金融热点问题向他请教，与他探讨。却一直不知道应该将他定位于什么名称的专业人士。职业经理人？他一直成功地管理着一家期货经营机构；专业投资家？他从20年前的十几万元起步，在资本市场上摸爬滚打，现在资产过亿；成功操盘手？他一直是各大机构努力争取的操作负责人；资金管理人？他手上管理并给投资人带来丰厚回报的资金一直稳定增长；资深研究员？他不断地被期货交易所、银行、基金请去做讲座、辅导，他承担的课题，成为期货交易所的优秀科研成果；勇敢的创新者？他是期货市场最早的套利、对冲交易的发现者和使用者，而且开班授业，和大家分享他的心得，带出的一批人，成为市场套利、对冲的基本力量；勤奋的思考者？他工作繁忙，但总是跟踪研究市场的发展和变化，思考变化的原因和动能以及下一步的变化趋势和方向，并及时调整自己的投资策略。

而今有幸拜读文永先生即将出版的新作《通向财富之路：对冲套利》，更佩服他的学识和刻苦。窃以为，文永先

生所说的“通向财富之路”，就是获取财富的方式和手段，“对冲和套利”就是目前最流行的、最安全的操作技巧，当然也是文永先生近年来从资本市场上换取真金白银的主要工具。

对冲和套利这两种交易方法的理论含义早有定义，但文永先生在此书中，赋予这两种交易方式新的组合和含义。一是将这两种方法有机融合，在跨市场、跨品种、跨合约、跨时间上衍生出不同的组合，以应对纷繁复杂、瞬息万变的市場变化；二是将对冲和套利在传统的价值投资和他倡导的相对价值投资方面进行了有机融合，或者说兼收并蓄地改造。毫无疑问，价值投资是被历史所证明的投资佳圭。但在今天复杂多变的投資领域，单纯的价值投资的运用已经很难适应瞬息多变的价格与价值的阶段性的大幅度背离，而相对价值投资则是以价值投资为基准所做的修正和补充，以满足投资者应对当今复杂多变的資本市場的剧烈波动；三是运用大量的国内外市場事件，说明对冲和套利这种方式的组合运用在金融危机或金融市場大幅波动的情况下，具有安全性和有效性。任何金融投資都是以牟利为目的的，而在单一方向的趋势投資和价值投資中，投資亏损的面和量都是很大的。相对而言，相对价值投資的安全性和有效性则凸显而出。

众所周知，資本市場的投資者可以按投資目标分为两大类。一类投資者期望一本萬利，賭性較重，大多进行純投机交易；另一类投資者只希望保值增值，把投資風險降到最低放在首位。而相对价值投資，即文永先生所倡导的对冲套利，是一种相对比较安全的投資方式。这种交易方式是在不同市場、不同品种、不同合约之間套取价格差额，对冲平仓了结。一般来说，这种不同合约間的差额会小于单一方向趋势交易的利潤，或者说損失，所以其安全性就高于一般意义上的单一方向交易。因为一般投資者和操盘手要在单边涨跌的市場上获利是非常困难的，偶尔的盈利大都会被长期的亏损所吞噬。也正因为如此，在当前大幅波动的資本市場上，大部分投資者更多的是追求投資的安全性和保值增值的有效性，尤其是在可以買賣双方向同时交易的期貨市場，这种操作方法就成为众多操作者和投資者

趋之若鹜的投资利器。

文永先生在本书中梳理了“创新”一词（这个词由熊彼特提出），并阐述了在经济发展史上技术创新和制度创新的重大历史作用，指出中国资本市场正面临“创新”的重大机遇期，而他所倡导的相对价值投资、对冲套利正是金融投资领域近年来逐渐被人们认识、重视的一种投资理财工具。市场是在创新中发展变化的，投资的工具和手段也需要不断适应创新。文永先生是一个富有思考、探索、不断创新的人，他在个人的投资和资产管理过程中，逐渐感觉到传统的单一方向交易已经难以应对从全球到中国的多市场、多品种、多变化的现代金融市场。他发现并倡导的对冲套利交易在实践运用中为他本人和他所管理的资金带来丰厚回报。他意识到，这种对冲套利方式是目前交易中最为安全有效的工具，是在价值投资基础上，相对价值投资的具体应用。近几年，这种对冲套利交易方式已经成为文永先生获得财富、保值增值和管理资产的最主要手段。他的思考、探索和创新已经被投资实践证明是有效、可靠的。

此外，我还注意到文永先生在书中提出，谁能预期经济或金融危机？他的观点是：危机是有前兆的，而预测危机并不是经济学家的所能，而是投资家的专长。他举了高盛和汇丰控投两家大投行在2007年都曾准确预见金融危机的到来。为什么当绝大部分经济学家还在喋喋不休、长篇累牍地讨论规律、周期等的时候，投资家们却发现了危机的前兆？因为投资家是真金白银的“玩家”，是亿万资产的“管家”。他们的责任、他们的位置决定了他们必须时刻保持最高度的警觉和敏感，金融市场的任何风吹草动，产品价格变化的任何蛛丝马迹，都会汇集、触动他们敏感的神经，都会成为他们判断走势进行买卖的依据，而他们的一举一动又会对产品的价格、市场的行情产生作用。所以说这些投资家就像金融丛林中的猎豹：敏感、警觉，善于捕捉到转瞬即逝的商机。而文永先生和他的团队，就是活跃在中国资本市场的金融猎豹。

在这本书中，文永先生用了大量篇幅，从理论历史、案例角度叙述了

资本市场的发展变化及投资理财、财富管理工具的与时俱进。其实，据我所知，文永先生在实践中，对对冲套利的运用越来越成熟，他根据不同市场、不同品种、不同合约设计出多种对冲套利方案，以不同的组合应对复杂多变的市场波动。如果说，阅读本书已经使我对文永先生的理论思考、历史轨迹有了一定认识，那么，我期待文永先生能够在下一本专著中，告诉我们他自己独到的投资理财、财富管理的具体操作方法。

张邦辉

郑州商品交易所监事长

2013年11月3日



推荐序二

风险偏好与投资方式选择

随着我国市场经济的迅速发展，投资逐渐会成为人们日常生活中的重要事情，投资行业会随着市场体系的不断健全而发展壮大。投资的一个重要原理就是风险和收益的对称性，收益越高，投资风险就越大。在现实经济生活中，人们的专业化理性追求就是在投资中尽量降低风险、提高回报率，为此衍生出许多投资方式，对冲套利就是其中一种。

对冲基金，也称避险基金或套利基金，意为“风险对冲过的基金”。它是私募基金的一种典型形式，起源于 20 世纪 50 年代的美国，如今在西方发达国家已经发展到一定的规模。对冲基金的形式多样，运作复杂，它是一种在传统金融工具的基础上形成的新型金融衍生工具。对冲基金的目标是为了对冲市场风险，在市场价格变动中获得较大的投资收益；对冲基金利用期货、期权等金融衍生产品，以及通过对相关联的不同股票进行实买空卖、风险对冲的操作技巧来达到规避风险的目的，也因这样的操作手法而得名。

在投资市场上，投资者的风险偏好决定投资方式的选

择。就期货市场而言，根据投资者的风险偏好程度可以划分为三种基本投资方式。第一种是稳健型投资。稳健型投资指投资者从事风险较低、收益较稳定的期货投资方式，一般指跨市套利、跨期套利、跨商品套利等套利交易活动。第二种是风险型投资。风险型投资即进行单边买卖的交易，利用期货市场保证金交易带来的杠杆效应和价格的波动，通过获取买进卖出价差来获取投资收益。一般而言，风险型投资较稳健型投资的套利交易风险更大，收益更高。在期货市场上，广大的中小投资者都在进行风险投资。第三种是战略型投资。战略型投资，是指投资者尤其是大型金融机构，在对某一商品进行周期大势研究后入市投资，一般是一个方向投资几年，不断迁仓换月，即所谓的做经济周期大势投资，这种投资方式不拘泥于一时或短期的投资得失，而是为了获取长期的利润。

随着我国期货上市品种的增多和市场流动性的增强，期货市场的深度和厚度都在发生着历史性变化，这必然导致投资生态的多样化，各种各样的投资方式依据人们的风险偏好而产生发展。对冲套利也势必会为许多投资者所钟爱。

由于国情不同，对冲套利交易方式也会有自己的特点，将对冲套利一般原理运用到我国期货投资实践中，探索出一些带有规律性的经验，并在实践中不断完善，丰富我国期货投资的方式、方法，是期货投资者的历史使命。

刘文永先生早在 20 世纪 90 年代初就投入到期货投资的事业中，他是一个理性而勇敢的探索者，由于他做过出市代表，所以他的期货投资生涯是从日内短线交易开始的，取得了不菲的业绩。刘文永先生加盟金鹏期货公司已经有 10 多年了，他在我们公司受到员工的尊敬，他对公司的奉献精神一以贯之，他不仅能够努力工作，使事业不断攀升，而且还能够培养后来者，奉献自己的投资心得。

他在期货投资事业中不断进取，不断探索、学习国外先进的投资原理和理念，探索出对冲套利的成功交易方式。作为一名投资成功人士，他并

没有保守成功的秘诀，而是以一个学习者的心态将他的探索与大家分享、切磋，他的历史使命感和高尚情操使得本书面世。

希望此书的出版能为我国期货投资事业的发展添砖加瓦。

常清

中国期货市场创始人

中国农业大学金融学教授、博导

金鹏期货经纪有限公司董事长

2013年11月25日



Preface

前言

随着我国经济的飞速发展，我国城乡居民存款余额迅猛增加。据统计，截至 2012 年年底，我国城乡居民存款余额突破 40 万亿元，人均存款接近 3 万元。我国已经逐步进入财富型社会，高净值人士不断增加。随之而来的问题是在目前世界性流动性过剩、随时面临通货膨胀威胁之际，如何确保资产保值增值，确保辛辛苦苦创造的财富不会大幅缩水甚至化为乌有，这成为人们不得不面对、不得不思考的问题。

2008 年世界性的金融危机表明，虽然 20 世纪 50 年代以来经济的总量波动显著下降，但并不意味着灾难性的经济事件不会发生。随着经济金融的全球化、分散化和多元化，大量的互相关联的交易对手风险产生了，从而经济金融也就更容易受到小概率的“尾部事件”的伤害。从这方面来说，经济波动作为市场运行体系的一部分，我们不可能消除它，只能准备更多的、更有针对性的宏观工具，在经济波动到来时更好地应对和缓解它。目前，我国的市场经济仍处于“新兴加转轨”的阶段。新兴，说明它还是一个正处于发展初期的、尚不完全成熟的市场；转轨，说明

这个市场正处于由计划经济向市场经济的过渡阶段，一些传统计划经济体制的东西仍然存在并发挥着作用。因此，在这个时期，在世界经济仍然面临不确定性金融风险的背景下，我国的经济波动将成为一种常态，在这样的环境中，作为高净值、高储蓄人士，更应该把确保资产安全放在第一位。

但是，目前国内可供人们投资的渠道很少，而且真正能实现保值增值的投资渠道尤其不多。“做股票做成股东，炒房产炒成房东”惨被套牢的情况屡见不鲜。不成熟的证券市场的大幅波动使得大部分投资者出现较大亏损，甚至连基金公司也损失惨重。房地产价格近几年虽不断走高，但流动性较差以及政府调控力度加大使之同样面临着较大风险。相比之下，一种不依赖市场单边涨跌而能够实现持续稳健获利的套利对冲交易方式从发达资本主义国家引入。近几年来，随着股指期货、融资融券、转融通业务、单只股票期权等业务的推出和即将推出，使得期货市场和证券市场更加紧密地结合起来，使原来只能在期货市场上才能进行的对冲套利交易扩展到更大的范围，市场容量扩大，交易方法更加丰富，可以容纳更多的投资者、更多的资金进行对冲套利交易操作。但是，目前能够熟练运用对冲套利交易方式的投资者不多，对冲套利交易的方法、理念并不为广大投资者所熟悉。

虽然国际上对对冲套利交易的研究和运用比较多、比较成熟，但在国内，由于做空机制和品种的不健全、不完善以及投资者对对冲套利交易的认识不够，国内对冲套利交易的发展相对缓慢，对冲套利交易规模偏小。作为在中国期货市场浸淫了 20 多年的期货老兵，我们一直活跃在国内期货交易的最前沿，经历了场内短线交易、趋势交易、套利对冲交易等阶段，见证了中国期货市场从起步、整顿到发展壮大的每个过程，经受了期货市场商品大涨大跌的洗礼，积累了一定的理论知识和实战经验。2005 年以来，随着管理资产规模的不断扩大，我们逐渐把套利对冲交易作为主要的研究目标和投资手段，成为国内期货市场最早从事套利研究与套利交易的先行者。对冲套利模式的运用，使我们成功地规避了 2008 年世界性的金融危机

和 2011 ~ 2012 年欧债危机带来的系统性风险，在哀鸿遍野的投资市场取得了不菲的投资收益。近年来，我们又独创了在宏观经济走势判断的基础上把握微观品种属性，同时以其市场强弱表现进行品种对冲获利的宏观对冲套利交易策略。目前该策略在国内外投资市场上尚未被认识及用于实战。该方法的成功运用，已经使我们取得了丰厚的投资回报，而且它还存在着巨大的发展空间。由于在对冲套利方面有长期的研究和实践，我曾多次受邀参与郑州商品交易所交易规则的制定，还参与了易盛组合交易软件的研发与首批试用，另外还为大连商品交易所推出组合交易的顺利运行提供了建议和意见。2013 年年初我受上海期货交易所邀请，就套利对冲交易的技术、风险控制等方面进行了讲解。套利对冲交易研究成果也被成功地申报为 2012 年郑州商品交易所科研项目。

因此，我们认为我们有责任、有能力对国内对冲套利交易的状况做一个系统的梳理和总结，对对冲套利交易的策略、方法进行初步的研究和探讨，使广大投资者对对冲套利交易有一个清楚的认识和了解，并能在实际交易中用对冲套利的思路 and 眼光思考行情变化，科学地运用对冲套利交易进行操作实践，从而为倡导对冲套利交易，提倡理性投资、价值投资贡献自己的微薄之力。

全书共分为五篇，第一篇介绍世界对冲套利交易的历史和状况；第二篇介绍我国对冲套利交易的发展；第三篇是国际金融危机时期对冲套利交易策略解析；第四篇是国内经济结构调整时期对冲套利交易解析；第五篇是国际经济复杂变局中的资产管理。

沧海横流方显英雄本色，随着国际经济的发展，资产管理逐渐由价值投资向相对价值投资过渡，经过国内资本市场 20 多年的发展，一大批持相对价值理念的投资者逐渐走向成熟，中国将进入一个投资大师辈出的时代！而追求更理性、更专业的投资，把对冲套利交易作为我们研究和实践的方向，使我们完成从平凡到卓越的完美蜕变、华丽转身，则是我们一直

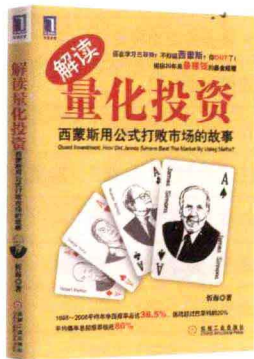
努力的目标和方向，同时也是我们一直在国内倡导的理念。希望有越来越多的投资界同仁和我们共进步、共成长，将中国的资本市场做大做强，为我国金融市场的发展作出更大的贡献！

最后，由于我国的资本市场还处于发育的初级阶段，并且撰写一部实用性和系统性的对冲套利交易的书籍在国内尚属首次，因此，书中疏漏差错之处在所难免，热忱希望广大读者和同行专家予以指正。

推荐阅读

序号	书号	书名	序号	书号	书名
1	30250	江恩华尔街45年 (珍藏版)	31	29374	笑傲股市 (原书第4版)
2	30248	如何从商品期货贸易中获利 (珍藏版)	32	30024	安东尼·波顿的成功投资
3	30247	漫步华尔街 (原书第9版) (珍藏版)	33	35411	日本蜡烛图技术新解
4	30244	股市晴雨表 (珍藏版)	34	35651	麦克米伦谈期权 (珍藏版)
5	30251	以交易为生 (珍藏版)	35	35883	股市长线法宝 (原书第4版) (珍藏版)
6	30246	专业投机原理 (珍藏版)	36	37812	漫步华尔街 (原书第10版)
7	30242	与天为敌: 风险探索传奇 (珍藏版)	37	38436	约翰·聂夫的成功投资 (珍藏版)
8	30243	投机与骗局 (珍藏版)	38	38520	经典技术分析 (上册)
9	30245	客户的游艇在哪里 (珍藏版)	39	38519	经典技术分析 (下册)
10	30249	彼得·林奇的成功投资 (珍藏版)	40	38433	在股市大崩溃前抛出的人: 巴鲁克自传 (珍藏版)
11	30252	战胜华尔街 (珍藏版)	41	38839	投资思想史
12	30604	投资新革命 (珍藏版)	42	41880	超级强势股: 如何投资小盘价值成长股
13	30632	投资者的未来 (珍藏版)	43	39516	股市获利倍增术 (珍藏版)
14	30633	超级金钱 (珍藏版)	44	40302	投资交易心理分析
15	30630	华尔街50年 (珍藏版)	45	40430	短线交易秘诀 (原书第2版)
16	30631	短线交易秘诀 (珍藏版)	46	41001	有效资产管理
17	30629	股市心理博弈 (原书第2版) (珍藏版)	47	38073	股票大作手利弗莫尔回忆录
18	30835	赢得输家的游戏 (原书第5版)	48	38542	股票大作手利弗莫尔谈如何操盘
19	30978	恐慌与机会	49	41474	逆向投资策略
20	30606	股市趋势技术分析 (原书第9版) (珍藏版)	50	42022	外汇交易的10堂必修课
21	31016	艾略特波浪理论: 市场行为的关键 (珍藏版)	51	41935	对冲基金奇才: 常胜交易员的秘籍
22	31377	解读华尔街 (原书第5版)	52	42615	股票投资的24堂必修课
23	30635	蜡烛图方法: 从入门到精通 (珍藏版)	53	42750	投资在第二个失去的十年
24	29194	期权投资策略 (原书第4版)	54	44059	期权入门与精通 (原书第2版)
25	30628	通向财务自由之路 (珍藏版)	55	43956	以交易为生II: 卖出的艺术
26	32473	向最伟大的股票作手学习	56	43501	投资心理学 (原书第5版)
27	32872	向格雷厄姆学思考, 向巴菲特学投资	57	44062	马丁·惠特曼的价值投资方法: 回归基本面
28	33175	艾略特名著集 (珍藏版)	58	44156	巴菲特的投资组合 (珍藏版)
29	35212	技术分析 (原书第4版)		13303	巴菲特致股东的信
30	28405	彼得·林奇教你理财		27497	主动型指数投资

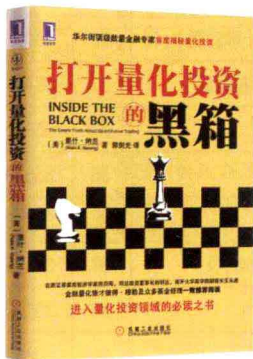
推荐阅读



解读量化投资

作者：忻海 ISBN：978-7-111-28583-0 定价：32.00元

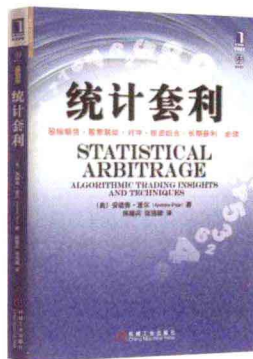
还在学习巴菲特？不知道西蒙斯？你OUT了！
揭秘20年来最赚钱的基金经理



打开量化投资的黑箱

作者：里什·纳兰 ISBN：978-7-111-37321-6 定价：45.00元

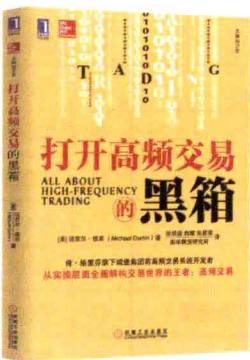
华尔街顶级数量金融专家首度揭秘量化投资
进入量化投资领域的必读之书



统计套利

作者：(美)安德鲁·波尔 ISBN：978-7-111-32544-4 定价：38.00元

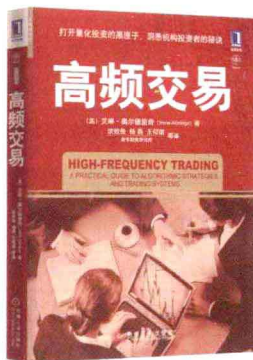
股指期货·股票联动·对冲·投资组合·长期获利 必读



从众危机：量化投资与金融浩劫

作者：(美)路德维希·B·坎塞瑞尼 ISBN：978-7-111-44363-6 定价：65.00元

当人们都在使用相同的工具对冲风险时，所有人
都置身于同样的风险之下



打开高频交易的黑箱

作者：(美)迈克尔·德宾 ISBN：978-7-111-44658-3 定价：40.00元

肯·格里芬旗下城堡集团前高频交易系统开发者/从实操
层面全面解构交易世界的王者：高频交易

高频交易

作者：(美)艾琳·奥德里奇 ISBN：978-7-111-34324-0 定价：42.00元

揭开量化投资的黑匣子，洞悉机构投资者的秘笈



Contents

目 录

推荐序一 一个成功实践者的理论思考

推荐序二 风险偏好与投资方式选择

前 言

第一篇 国际对冲基金发展及经典案例 // 1

第一章 国际对冲基金相关概述 // 3

第二章 对冲基金的操作策略 // 16

第三章 著名的对冲基金 // 27

第四章 对冲基金的经典案例 // 30

第五章 对冲基金在中国的发展 // 36

第二篇 中国资本市场对冲套利交易的发展 // 43

第六章 中国资本市场的发展简述 // 45

第七章 目前资本市场上的主要投资方法 // 48

第八章 期货市场对冲套利交易现状和存在问题 // 51

第九章 我国对冲基金的发展 // 69

第三篇 国际金融危机时期对冲套利策略解析 // 75

第十章 探究危机的根源 // 77