

在投资领域，有一种专门捕捉针对同一交易品种在不同市场中“定价差异”的机会，以低买+高卖的形式，等待同一品种的价格趋同，从而获得盈利，这种策略叫做“套利策略”。

举一个最朴素的例子：1988年中国第一批国库券

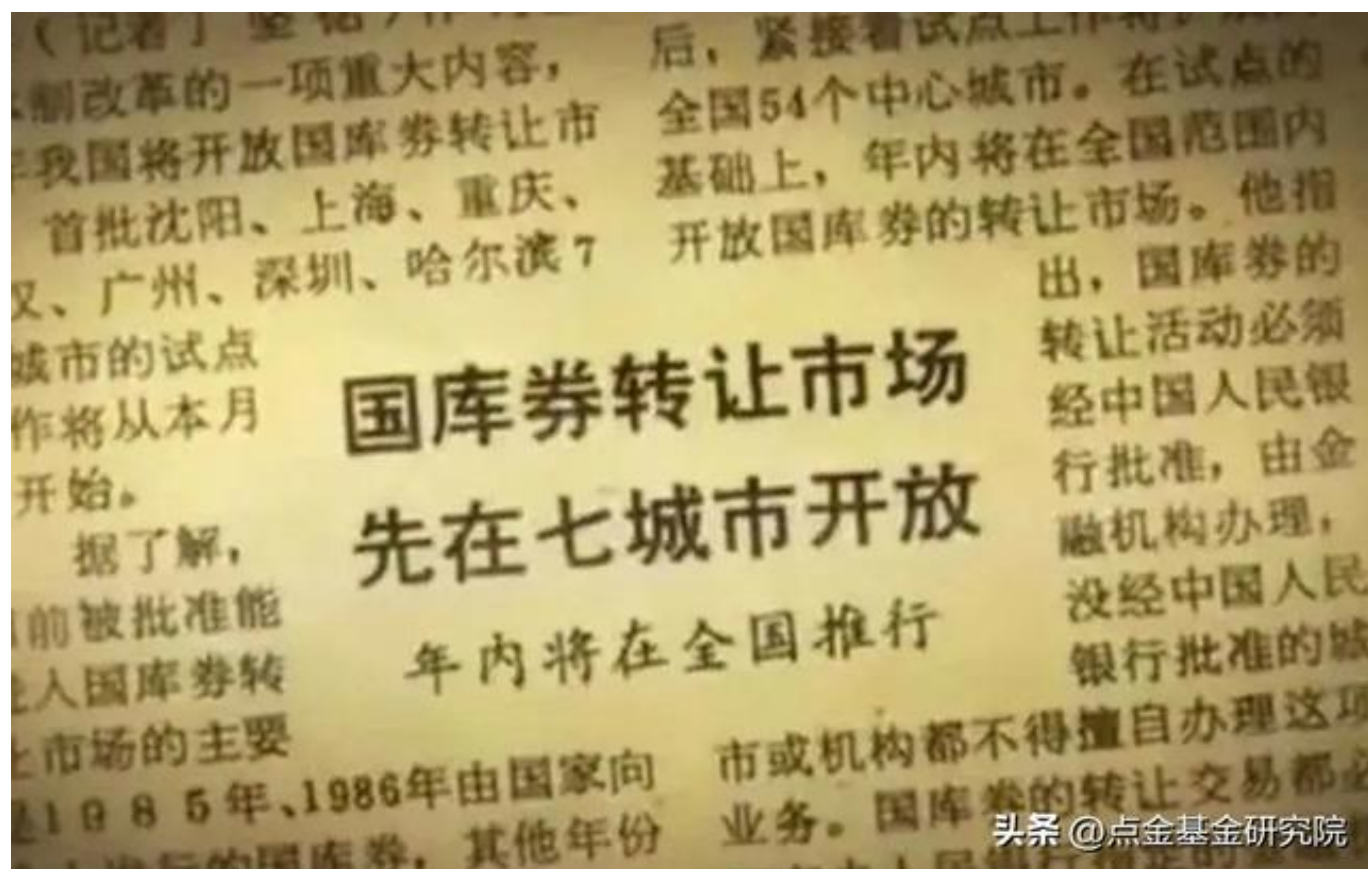
试点的7个城市之间，国库券的价格竟然是不一样的。比如上海和安徽两个相邻的试点，国库券的差价就

达5元之多。当时，投资嗅觉敏锐的杨怀定

拿出所有积蓄（总计11万），直奔安徽，全部购买了国库券，然后马上拿回上海卖掉。一买一卖之间，杨怀定就赚到了2000元。随后，他发现越是经济落后的地区，国库券的价格越低，便开启了全国跑的模式。从1988年到1989年，仅一年时间，杨怀定就靠

国库券“套利”，足足

赚到了100万。杨怀定从此被人冠以“杨百万”的名号，并享誉国内外。



现阶段，随着交易系统和交易制度的逐步发展，同一品种在不同市场间交易且存在明显不合理价差的情况已经越来越少。因此，当前主流的套利策略更多聚焦于两个或多个交易品

种之间的“稳定相关性特征

”，利用价差回归的原理，做多低估品种，做空高估品种，从而获取价差套利收益。

由于现阶段主流的套利策略主要着眼于不同品种间的相关性强弱及稳定性，因此套利策略理论上可以应用于几乎所有的可交易品种。

01 套利策略的类别

按照交易品种的类别，我们可以对主流套利策略做一个简单的介绍：

1.期货套利策略

期货套利策略，以期货（包含商品期货、股指期货及国债期货三类）作为交易标的，利用期货市场上不同合约之间的价差进行套利的交易行为，根据具体的合约选择与策略构建，通常可以分为跨期套利、跨品种套利、跨市场套利三类策略。

2.可转债套利策略

可转债套利策略，以可转债作为交易标的，利用可转债的股/债特性进行套利交易，主要分为

转股套利策略、锁价交易套利策略、打新策略及特殊条款博弈套利策略（回售条款博弈套利、强赎条款博弈套利、下修条款博弈套利）四类

。由于可转债套利策略的交易机会，相比其他套利策略更为稳定，因此涉及套利策略的私募基金管理人几乎均有覆盖。

3.基金套利策略

目前基金套利策略主要指ETF、LOF基金的场内外折溢价套利。ETF作为上市交易的开放型（指数）基金，其份额既可以在场内交易，也可以通过场外申赎。当场内外价格不一致时，便可以通过“买低、卖高”的形式进行套利。

4.期权套利策略

期权套利策略主要指以场内期权为交易标的所构建的套利策略。由于场内商品期权的流动性较差，目前多数期权套利策略主要针对场内金融期权进行，依据逻辑关系的不同可以分为：**边界套利**（期权价格存在理论上下边界）、**垂直价差套利**（期权合约间的价差存在理论上下边界）、**平价套利**（认购期权、认沽期权、相关标的资产价格及期权执行价格间存在等式关系）、**波动率套利**（期权标的间存在波动率相关关系）等。

5.其他套利策略

除了以上主流的套利策略，市面上还有很多其他的套利策略，有机会我们再一起探讨。万变不离其宗，只要掌握了套利的核心原理，相信很容易就能理解不同套利策略的运作思路了。

02 套利策略的配置价值

套利策略由于收益与风险特征相较于股票多头策略要更加稳健，叠加近两年信用债风险逐渐加大，很多投资者将其作为资产配置的选择。



数据来源：朝阳永续，起止时间：20130101~20221014

头条 @点金基金研究院

根据朝阳永续基金研究平台的数据显示，2013年至今（20221014），套利策略年化收益率约为10.91%，最大回撤约为-8.03%。

从上述数据来看，套利策略从成立伊始（2013）便体现出了该策略的稳健特性。相信很多投资者都有如下的判断：2013年的10年时间里，股票策略收益应该是更高一些，毕竟权益投资者承担了较大的波动风险，收益率理应得到较大的风险补偿。但是从以上统计数据，我们却看到了截然不同于直觉的事实。

为什么会出现这样的情况呢？核心原因就在于权益类投资

难以避免的系统性风险（此处专指回撤风险）。那有什么策略可以平滑这样的风险呢？投资实践表明，合理的资产配置是可以实现这样的。其中套利策略就是一种很好的资产配置子策略之一。

当然，套利策略作为核心配置策略的同时，我们也应该在了解这种策略的收益性特征之外，关注其风险性的体现。

比如美国长期资本管理公司（LTCM）的掌门人John Meriwether被誉为能“点石成金”的华尔街债券套利之父。他麾下有一批华尔街精英：两位诺贝尔经济学奖得主、前美联储副主席以及众多的明星交易员。其核心策略便是套利策略，自1994年成立之后，取得了非常不错的业绩表现：28.5%、42.8%、40.8%及17%，且几

无回撤，其管理规模迅速扩张至千亿美元。但随着1998年亚洲金融危机的爆发，导致套利策略短期失效，叠加高企的杠杆率，LTCM的资产净值自1998年5月起短短4个月间便下降约90%，然后破产。

图：LTCM净值曲线



从LTCM的例子出发，我们应重点关注套利策略的两个风险点：

1. 杠杆率

在流动性活跃的正常市场环境下，套利策略的收益确定性是比较高的，因此大多数管理人都会采用加杠杆的方式扩大收益率。但是，

杠杆是一把双刃剑

，一旦市场内出现不利于套利交易的状况，往往会在短时间内便会导致产品的巨额亏损。LTCM的破产就是一个很好的例子。因此，在选择套利策略管理人之前，对策略的杠杆情况以及风控流程，要有一个提前的清晰明确的了解。

2.极端市场环境下的有效性

套利策略的底层逻辑在于相关价格之间的稳定相关性，但是当发生疫情、政策调控、金融危机等极端小概率、黑天鹅事件，模型有效性将会受到或大或小的冲击。因此，在选择套利策略管理人的时候，可以重点关注曾经安稳度过了极值周期的管理人或者通过**压力测试**，确保能有效防范和处理极端风险能力的管理人。

综上，在深入分析了杠杆特性以及极值条件下的应对能力的基础上，选择优秀的套利策略管理人作为资产配置的一种子策略，对于平滑整体资产的波动是具有很高价值的一种策略选择。

今天的套利策略就给大家介绍到这里，后续我们会针对资产配置中常见的策略进行一个系列的科普，敬请期待。

我是老吴，下期再会。



作者：吴晓东 S1440618110174

风险提示：本文不代表中信建投证券观点，仅属于基金投资策略讨论，不作为投资建议，本报告的调研内容为后续整理，不保证整理内容与调研原文完全一致，另外基金经理观点可能发生变更；文中信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其撰写人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更；我们已力求内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，文中所提具体基金、股票等证券仅用于举例，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议；历史业绩不代表未来，不作为同管理人/基金经理/投资策略其他产品未来收益水平的保证，任何人据此做出的任何投资决策与中信建投证券以及作者无关，基金产品详情请阅读基金法律文件，并以之为准，基金投资有风险，决策须谨慎；第三方不得以商业目的对本文所载内容进行复制、转载，如需复制、转载的，应申请授权并注明来源，且不得对文中内容进行任何有悖原意的引用、删节和修改。